全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本运作的深度点评
冲刺创业板的最佳参考

徐晋◎主编

私募基金经典案例大全

SIMU JIJIN JINGDIAN ANLI DAQUAN

全文遵循哈佛大学案例规范 汇集正反各方观点 全面审视私募经典案例

下册

陕西出版集团
陕西科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



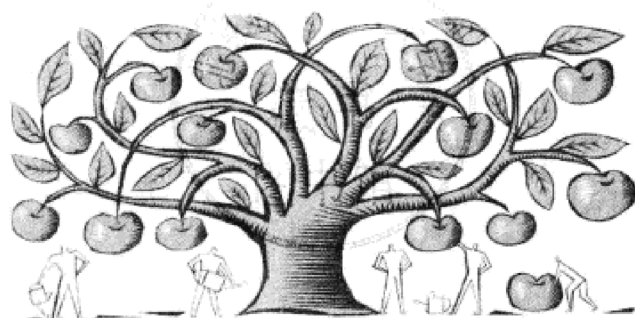
F830.45
37
V2

全文遵循哈佛大学案例规范，汇集正反各方观点，
资本运作的深度点评，冲刺创业板的最佳参考。

私募基金经典案例大全

（下）

徐 晋 主编



陕 西 出 版 集 团
陕西科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

私募基金经典案例大全/徐晋主编. —西安：陕西科学技术出版社，2012.11
ISBN 978-7-5369-5603-2

Ⅰ. ①私… Ⅱ. ①徐… Ⅲ. ①投资基金-案例
Ⅳ. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 237379 号

出版者	陕西出版集团　陕西科学技术出版社 西安北大街 131 号　邮编 710003 电话 (029)87211894　传真 (029)87218236 http://www.snstp.com
发行者	陕西出版集团　陕西科学技术出版社 电话 (029)87212206　87260001
印　刷	陕西瑞升印务公司印刷
规　格	787mm×1092mm　16 开本
印　张	61.5
字　数	1100 千字
版　次	2013 年 1 月第 1 版 2013 年 1 月第 1 次印刷
定　价	186.00 元(上、下册)

版权所有　翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第四十一章　同洲电子:创投之果 …………………………… (483)
第四十二章　无锡尚德:高盛英联助推上市纽交所 ………… (493)
第四十三章　希尔顿 …………………………………………… (506)
第四十四章　橡果国际 ………………………………………… (512)
第四十五章　携程:风险投资巨资注入旅行网 ……………… (522)
第四十六章　新浪 ……………………………………………… (535)
第四十七章　新世界中国地产 ………………………………… (548)
第四十八章　阿里巴巴与雅虎:谁收购了谁 ………………… (555)
第四十九章　雅虎 ……………………………………………… (566)
第 五 十 章　药明康德 ………………………………………… (577)
第五十一章　伊利牛奶 ………………………………………… (586)
第五十二章　银泰百货:私募功夫在事外 …………………… (595)
第五十三章　永乐电器 ………………………………………… (617)
第五十四章　雨润 ……………………………………………… (629)
第五十五章　云海金属 ………………………………………… (637)
第五十六章　中国玻璃 ………………………………………… (648)
第五十七章　中国动向 ………………………………………… (656)
第五十八章　中科智:陈义红借私募成就百亿身价 ………… (669)
第五十九章　中石油:缔造股市 IPO 传奇 …………………… (680)
第 六 十 章　京东商城:私募助其从“中关小店”变为“网店大鳄”
…………………………………………………………… (695)
第六十一章　鸿锐集团 ………………………………………… (715)
第六十二章　VANCL——超越 PPG,创造非凡 ……………… (725)
第六十三章　安信地板获得凯雷集团私募投资 ……………… (746)
第六十四章　石家庄工大设备公司获旷世开融 2500 万美元投资
…………………………………………………………… (756)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十五章　百年栗园：私募融资与产业链营销的完美结合 …… (764)
第六十六章　比亚迪电动车：全球金融风暴后获得股神巴菲特逆市私募投资 …… (781)
第六十七章　博信资本注资蓝特光学 …… (789)
第六十八章　福建匹克集团有限公司：PE 改写服装业竞争格局 …… (795)
第六十九章　高盛入股泰康人寿 …… (805)
第 七 十 章　国美——助其走出困境的 PIPE …… (821)
第七十一章　海尔电器获凯雷注资 …… (832)
第七十二章　惠州雷士光电科技有限公司 …… (842)
第七十三章　拉手网：IPO 未果，团购行业的冬天还是春天 …… (852)
第七十四章　联想投资注入资金 3000 多万美元投向立华畜禽 …… (870)
第七十五章　麦考林——私募投资机构间的击鼓传花 …… (877)
第七十六章　满座网——章千里逢迎，高朋满座” …… (893)
第七十七章　网上鞋城乐淘 …… (904)
第七十八章　污水处理企业安洁士获经纬等 1000 万美元融资 …… (917)
第七十九章　小米科技 …… (923)
第 八 十 章　软银赛富 1500 万美元投资中国羊乳企业美可高特 …… (943)
第八十一章　自然美：家族管理辉煌已去，凯雷“三个火枪手”借力 …… (947)
第八十二章　结束语：私募的政府管制与规避 …… (963)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四十一章　同洲电子:创投之果

一、案情介绍

(一)同洲电子简介

深圳市同洲电子股份有限公司是我国数字视讯龙头企业,致力于数字电视机顶盒、IPTV 机顶盒、交互数字电视系统、关键前端设备、核心软件、卫星通讯、移动视讯、汽车电子、安防电子等数字视讯产品的研制、生产、销售。1994 年,公司成立。2001 年,在企业负重爬坡的关键时刻,同洲选择了风险投资。本着互惠互利、共同发展的思路,同时从选择互补型、能够为企业从资金、管理、市场、融资渠道、政府支持与社会资源提供帮助,促进企业长久快速发展的角度出发,选择了高新投等国内四家著名的风险投资商作为战略投资者,并于同年 4 月成功进行公司改制设立深圳市同洲电子股份有限公司。2006 年,公司作为国内专业性从事数字电视第一股在深圳证券交易所成功上市,股票代码为 002052。

公司位于深圳的数字视讯生产基地已拥有通过 ISO9001、ISO14000、FCC、CE、CCC、UL 等多项认证,年总产能 1000 万台,为亚洲最大。14 年前,同洲电子只是一家注册资本仅 60 万元的小企业,而根据同洲电子发布的 2008 年年报,2008 年,公司实现营业收入 21.01 亿元,比上年同期增长了 14.96%;实现净利润 1.08 亿元,比上年同期增长 8.7%;每股收益为 0.37 元;净资产收益率为 13.77%,成为在深交所挂牌上市的中国最大的数字电视机顶盒制造企业。目前,同洲电子不但确立了国内数字电视机顶盒的龙头地位,而且卫星接收机的出货量占到全球市场约 10% 份额。

公司在国内除少数不发达地区外,都建立了办事处和售后服务机构,在北京成立了分公司。公司产品在国内大量销售,同洲数字电视机顶盒在整体平移市场占有率第一,已进入深圳、北京歌华、重庆、湖南、武汉、南海、杭州、广州、长沙、江西省网、珠海、新疆、东莞、南通、厦门、遵义、淄博、扬州、合肥等 30 多个省市的 80 多个运营商,促使我国数字电视机顶盒整体平移市场告别了洋品牌,在国家村村通工程、远程教育市场占有率 60% 以上,成为首选品牌。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在海外市场，公司在印度、印尼、中东、欧洲和北美等地区设立了办事处和分支机构，发展了完善的代理商和经销商网络，产品大量出口到欧洲、中东、北美、澳大利亚、东南亚、北非等地区，逐步取代发达国家产品成为主流，连续七年全国同行出口第一。"COSHIP"已跻身国际数字视讯领域的知名品牌行列。

2008年，公司围绕数字视讯核心，打造数字视讯超级航母的"蓝海战略"已初具雏形。公司将抓住数字电视转换、直播卫星、北京奥运等契机，以多媒体核心技术平台、运营支撑平台、业务内容平台作为公司三大核心平台，为全球客户提供一流的数字视讯端到端解决方案。力争早日成为年产值过百亿的世界性数字视讯超级航母。

(二)同洲电子发展沿革

第一阶段，选取四家风险投资公司并完成股份制改造。

2000年初，一些风险投资公司开始与同洲电子进行接触。同洲电子主要产品是数字电视机顶盒，当时数字电视的市场刚刚起步，同洲电子在行业内处于第2位。但在当时，同洲电子每年的产值只有6,000万元，利润也只有500万~600万。在考察了半年多以后，决定进行投资。2000年12月28日，经同洲有限公司股东会决议通过，由达晨创投为同洲电子投入了960万元的资金，其中93万作为注册资本，867万元作为资本公积金；由创新投资向同洲有限公司投入资金384万元，其中37万元作为注册资本，347万元作为资本公积金。

四家创投公司事先形成战略投资联盟，对同洲电子进行联合投资，由达晨创投主导，同进同退，同股同价。由于形成了投资联盟，就提高了议价能力，降低了投资成本，防止了内部哄抬价格，恶性竞争。同样由于联合投资，我们创投方提高了在企业的话语权，加强了创投方对企业的影响力，为以后对企业的监管和提供增值服务打下了基础。

2001年2月7日，股东袁明、袁华等与创新投资、深港产学研、高新投资三家签订了《股权转让协议》。至此，达晨创投向同洲电子投资960万元人民币，共持有4,326,427股，持股比例为10%；创新投则投资768万元，持股比例8%；产学研480万元人民币，持股比例为5%；高新投192万元人民币，持股比例为2%，四家同投资2,000多万元。包括股权投资的2,000万，通过担保贷款等形式，4家创投机构为同洲电子融资超过8,000万。4家创投公司还协助其进行股份制改造，建立规范化管理框架等，同年4月，同洲电子成功改制为股份制企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二阶段，同洲电子获得资金后快速发展，并最终达到上市要求。

这四家投资公司不仅为同洲电子带来了资金，还为其提供了其他几个方面的增值服务——第一，体现在市场开拓方面，发挥电广传媒在广电行业的影响力，推广其产品。第二，争取优惠政策。创新投和高新投争取当地政府的政策扶持资金，每年有1千万的政府资金支持。第三，提供多融资渠道。虽然有2千万的投入，但对于同洲电子的长远发展来讲，资金还远远不够。先是由高新投为其提供担保1千万，然后由四家公司另投的剑桥通讯公司和其互保，又解决了1千万，而若以同洲电子原有的规模，信贷额度只有3百万。有了投资方的支持，同洲电子得到了快速的发展。

2003年，同洲电子拿下央视的订单，销售收入逆市激增至3.5亿元，利润3,300万元，同洲电子经过近三年的快速发展，产值由2001年的不足1亿元增长到5亿多元，利润也由不足1,000万增长到3,300多万元。2004年，同洲电子通过了证监会发审委员会的审核，当年实现产值7亿元，利润5,000多万元。2005年，同洲电子实现产值近9亿元，利润6,000多万元。

2006年，中国重开IPO，同洲电子作为第一批全流通发行上市的公司，于2006年6月27日在深圳中小板ETF成功上市，其IPO发行价为16元，上市首日最高到44元，收盘价为35.63元。它的前十大股东，除了创始人和部分个人以外，机构股东都是深圳的本土创业投资公司，达晨创投就是其中投资比重最大的本土创投公司，占有同洲电子10%的股份。在这前后将近6年的时间里，四家创业投资公司和同洲电子一起，经历了诸多的风风雨雨，包括有几次险被外资收购的危机，但由于项目负责人的坚持和努力，终于渡过了难关，走到今天。

第三阶段，逐步退出，获得丰厚回报阶段。

行情持续向好，四家创投公司则开始考虑减持同洲电子的股份。2007年6月，达晨创投卖出2.3万股，成交价格区间为23.40元~23.60元；7月卖出81,900股，成交价格区间为23.00元~24.00元；9月卖出2,006,976股，成交价格区间为19.30元~22.50元；10月卖出1,051,188股，成交价格区间为14.18元~20.50元；11月卖出1,092,804股，成交价格区间为14.20元~16.40元；12月卖出1,344,998股，成交价格区间为14.65元~16.99元。

2008年9月30号的同洲电子最新公告数据显示，达晨创投已减持至3,076,600股，产学研减持至2,962,100股，高新投与创新投分别于同年6月30日和9月30日前相继退出。在经过2003年和2006年的10送3股，2007年5月的10转增10股后，截至2007年6月26日的限售股上市日，达晨创投曾持有



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同洲电子16,873,066股。以此类推,产学研、高新投、创新投曾持有的同洲电子股份,每股价格也摊薄到1元多人民币。而达晨创投仅在此投资项目上就赚了40倍,可谓是达晨创投的第一桶金,产学研、高新投、创新投等同样从中获利丰厚。

截至2008年12月30日,高新投、创新投和达晨创投相继完全退出,四大风险投资公司只有深港产学研继续持有1.01%的股份。

二、各方评述汇集

(一)深交所(2006年5月):超越技术视角,整合资源实现企业跨越式成长

技术型企业家往往会把相当多的精力专注于产品的技术研发更新,关注于产品技术的发展趋势,但技术的变动趋势如果不与市场有效结合,有可能会带来倾覆性的危险,这就像生孩子,能够生孩子只是第一步,转型成为好的奶妈,对企业的发展壮大来说,是极为重要的。在现实中,常见的是技术型创始人在完成产品开发后,并没有能够随着企业的成长而当一个好的职业妈妈,他们不少是在企业跨越式成长的阶段中或是转型中将“孩子”引入了歧途,有的甚至夭折了。袁明的成功证明了,他能够很好地把技术与市场结合起来创造企业利润;另一方面,小企业在发展过程中还要面临如何做大的问题。在这一点上,袁总的观点是鲜明而现实的,他认为企业要先求做强,再争取做大,大而不强是极端危险的,这种认识是值得很多企业家深思的。

小企业在发展过程中必然会遇到管理瓶颈,人无完人,我们不能期望创业家既是技术能手又是商业奇才,还是管理大师。一般而言,做到前两点,就已经是业界佼佼者了,如微软的比尔·盖茨和华为的任正非,而更多的杰出人士也只能做到其中一项,如联想的柳传志、倪光南。企业管理包含多个细分领域,即使是管理人才,也不可能样样皆能。而企业做大,对于管理的需求是非常强烈和高标准的,对于一个创业型企业,它的条件往往还不能够吸引和容纳足够多的管理英才,因此创业企业就要有效控制管理瓶颈的到来时间和降低其对经营的负面影响。寻求先做强,即是顺应时势的无奈,也是明智的选择。“做强”往往可以让企业家先定位在某些局部而重要的方面,如研发、生产,或者市场先行突破,然后腾出精力再解决其他关联性问题或相对次要的方面。袁明对于职业经理人的认识也是这样,他肯放手,把管理性工作委托给合适的经理人去做,逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步放手，现在他已经建立了一支管理团队，而自己则有更多的时间考虑最擅长的技术和市场方面，并筹划公司整体的发展战略了。创业者最难做到的是放手，而很多人又难以控制企业扩张的速度，因此，经常碰到发展与能力不协调问题，最后搞得自己焦头烂额，首尾难顾。

同洲的另一个成功来自于资本的助力，这是创业的另一个外生的重要因素。企业发展需要大量资金，不能只靠第一桶金能够解决，企业的跳跃式发展不能只靠自身现金流和利润的积累，引进何种外部资本，在哪个阶段引入，都是考验企业家的棘手问题。

因为是技术型企业，同洲的创始人很早就通过科技局接触到一些风险投资者，并逐渐有意识地加深对这种新型投资方式的了解。不少创业投资公司看好同洲这个"靓女"，袁明在选择投资人方面也有深层考虑，最后选择的几家投资机构，是因为它们分别能给企业带来本地政府的支持、大客户关系和银行贷款。在这四家企业中，达晨创投隶属于湖南广电集团，具有湖南广电集团、电广传媒上市公司的丰厚行业背景和广电系统的丰富资源，有利于同洲行业知名度的提高，有利于广电市场的开拓。而且湖南本身就是个大市场。深圳高新投是专业性创新担保机构，为同洲提供了多项担保和后续资金支持。深圳市深港产学研具有北京大学等雄厚的高校资源，为同洲公司在管理、与高校合作开发等方面提供了丰富资源；而深圳市高新投具有政府背景，可以为同洲争取多项政策支持。通过这一轮融资，同洲获得了 2,000 万股权投资和 6,000 万银行贷款，企业立刻获得了快速发展的动力。在谈到风险投资对企业的帮助时，袁明充分肯定了其积极作用，正是风险投资，在爬坡的关键时刻补充了企业的"燃料"，还帮助企业规范和健全了管理，尽心尽力地帮助同洲发展新的业务关系，争取政府优惠政策和专项资金支持，风险投资对企业的帮助是全方位和双赢的，这次"联姻"被视为一次创业企业家与创业资本的美满结合的典范。

同洲的创业者的成功不能简单地归结为技术或者市场，更不是单凭运气，而是能够立足自身优势的基础上，向外延伸触角，利用人才、资本等各种外部资源，打造坚实的企业经营平台并不断稳健成长起来的。技术、市场、人和资本形成了无缝衔接，在风险投资和科学管理制度护航下实现了腾飞。

（二）《中国证券报》（2006 年 7 月）：创投业探寻同洲电子成功之道

在同洲电子上市引来风险投资一片欢呼的同时，国内创投业也开始冷静总



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结其间的经验。在上周六举行的同洲电子上市座谈会上,有两点经验被与会者反复提及,那就是:本土上市与联合投资。运用这些经验,国内创投企业正在寻找下一个同洲电子。

本土上市。对于同洲的上市,Zero2IPO 清科公司总裁倪正东将其评价为"本土创投的'里程碑',堪比当年盛大、携程在海外的上市。"正是由于同洲的示范效应,有不少原准备赴境外上市的科技企业开始转向国内。据达晨创投副总裁肖冰介绍,其中的一个重要原因,是本土市场定价明显高于离岸市场。以同洲为例,高达近 25 倍的发行市盈率是放在任何一个其他市场都难以想象的。同时,中国证券市场也在一步步改变,变得更加市场化、更具效率。"既然这样,企业何必舍近求远,去异地挂牌呢?"

深圳市创新投董事长靳海涛则详细比较了中国企业选择中国 A 股市场与国际市场上市的利弊。A 股市场具有本土化、发行费用低、发行市盈率高等优势。国际市场虽具有融资额度大、二次融资容易、发行时间较短等优点,但同时也具有发行费用高、公司结构复杂、投资者关注程度低等缺点。

联合投资。同洲电子董事长袁明总结同洲的经验时说,选择风险投资资金的关键是其资金间的互补性,要从创投企业能够带来的资金、市场、管理、政府和社会资源等方面综合考虑。对同洲进行联合投资的四家创投就具有这种互补性,"达晨创投"拥有湖南广电集团的行业背景、市场资源:"创新投"背靠深圳市政府,可争取政策支持:"高新投"是专业的担保公司,可提供担保、后续资金支持:"深港产学研"拥有北大等高校资源、管理资源和科研力量。

深圳市高新技术投资担保公司董事长陈虹强调,联合是趋势。联合投资能够风险共担,优势互补。不仅是本土的创投应该进行合作,本土与国际创投、与台湾地区创投,都存在着合作的必要性和广阔的前景。

(三)水木清华(2006 年):同洲电子:创投培育的丰硕之果

由于同洲电子上市成功的示范效应,使不少原来准备赴境外上市的内地企业开始转向国内,其中的一个重要原因,是本土市场定价明显高于海外市场,如同洲电子高达近 25 倍的发行市盈率对拟上市企业就是一个很大的激励。国际市场虽具有融资额度大、二次融资容易、发行时间较短等优点,但同时也具有发行费用高、公司结构复杂、投资者关注程度低等缺点。具体而言,与海外上市相比较,经过股权分置改革、两法修订等一系列重大变革后,本土上市具有更多的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)发行市盈率。

“发行市盈率”一般被当做市场融资效率的重要指标,发行市盈率越高,表明市场投资者对企业越认同,愿意用更高的价钱买企业的股票。发行市盈率的高低,直接影响到企业筹资额的多少。A 股发行市盈率几乎相当于境外市场的 2 倍。如同洲电子为 24.32 倍,IPO 募集资金超过 3 个亿。据统计,全流通前发行的 50 家中小板企业的平均发行市盈率为 19.93 倍,而统计显示,2004 ~ 2005 年,内地企业到香港主板上市的平均市盈率为 10.49 倍,香港创业板为 8 倍左右。2005 年到英国 AIM 市场发行的中国企业平均市盈率为 12 倍。因此,相比较而言,企业发行同样数量的股票,在 A 股市场能筹到的资金几乎比海外市场多一倍。

(2)发行费用。

上市公司的成本费用包括两个方面:一是首发上市时的成本,主要由中介机构的费用组成;二是上市的维持费用。根据上市公司的公开资料统计,在上市各项成本与筹资额的比例上:香港主板市场为 15% ~20%;香港创业板为 10% ~20%;纽约交易所为 15% ~25%;纳斯达克为 15% ~25%,英国 AIM 市场为 15% ~20%;而深市中小企业板为 4% ~8%。在上市的维持费用的常规开支上,香港创业板在 130 万 ~300 万港元左右,纽约交易所、纳斯达克,都在 1,500 万人民币左右,深圳中小板约 60 万 ~100 万元人民币。从费用上看,无论是上市费用还是上市后的维持费用,境内都比境外交易所要低得多。

(3)上市程序上。

最吸引内地企业的,是海外上市的市场化程度高,发行上市时间短,程序便捷,可预期性强。另外,海外上市的法律环境完善,监管严格,整个市场形成了一个良好的监管体系,有利于上市公司建立完善的治理结构和内控机制,使公司成为运作规范的公众公司。

但随着股权分置改革的推进、“两法”的修订、全流通的实现,阻碍企业上市的重大制度性障碍的全部扫除。深交所上市推广部副总监邹雄认为,中小企业板有很多本土市场优势:首先,是本土市场在企业的信息半径之内,具有较高的认知度;其次,是有利于资本市场和产品市场的互动发展;第三,发行成本相对较低;第四,是同一法律环境的优势。对于产品主要针对国内市场、企业高速发展中的创业企业来说,深圳中小板毫无疑问是其上市首选之地。

另外,今年 5 月开始实施的《上市公司证券发行管理办法》使国内企业在本土上市更为容易,如取消了 IPO 辅导期一年,可由券商投行根据企业情况决定,



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最短可在3个月左右;取消了筹资额不得超过净资产两倍的规定;财务指标的要求降低为三年累计净利润不低于3,000万即可。如果不是融资需求量特别大的大型企业或主要业务均在海外市场的少数企业,对于一般企业而言,本土上市才是更好的选择。

(4)企业上市再融资。

海外市场的再融资政策一般比较宽松,市场化程度高。只要市场认可,企业随时都可以进行再融资。从再融资政策上讲,海外市场明显占优。但是,作为企业再融资的一个重要前提条件,在对内地企业的市场认同度上,内地股市却大大优于海外市场。从反映市场投资者对企业认知度的二级市场市盈率指标来看,深圳中小企业板是36倍,明显高于其他市场。从反映投资者对企业的关注度、投资热情的日均换手率指标来看,中小板仍是遥遥领先,达到4.68%;国内主板为1.6%,纳斯达克为2%,香港主板为0.5%。

本土创投的优势在于:

一是网络优势,项目来源众多。本土创投可以在全国范围内建立项目资源的网络,积极寻求合适的项目进行投资,在项目资源、网络渠道、人脉关系和操作成本等方面,更能具备一定的竞争优势。深圳创新投在深圳、上海、西安、成都、武汉等地设有总部和分支机构,合作伙伴遍及全国,已形成全国性的投资网络,这就使得创新投能最广泛地接触到优秀的项目,可以涉及各个行业,获得第一手的最佳信息和个案,这些都大大促进深创投在国内创投业建立自身的竞争优势。

二是资源优势,将政府资源与优质企业充分结合,实现资源配置效率最大化。深圳创新投的主要管理人员具有长期的政府工作经验和丰富的政府资源,与政府有关部门建立和保持密切的良好关系,可以有效地整合社会政府资源,帮助所投资企业的快速发展。在同洲电子的投资中,深圳创新投就背靠深圳市政府,为同洲电子的发展争取到政策支持。

三是文化优势,熟悉内地投资环境,熟悉中国的经济环境,尤其是中小企业的环境,能更快捷掌握中小企业的资本需求。本土文化在投资过程中处于很重要的位置,防范投资的最大风险,就在于和投资企业的文化沟通和理念沟通、建立信任,所以文化的优势对本土创投来讲,是一个非常重要的优势、谁拥有文化优势,谁就拥有竞争优势,效益优势和发展优势。

四是经验优势,熟悉本土企业的商务模式。投资的经验积累,是靠案例不断地积累带来的,本土的投资案例多了,就会积累丰富的企业经营管理经验,在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解公司和行业方面就会具有较强的经验优势，投资能力就会增强，会提高投资的成功率。深圳创新投成立7年以来，投资了近百个项目，创造了同洲电子等为数众多的人民币投资以及外币投资成功案例，在境内外投资机构之间、财经界、项目企业中积累了一定的经验优势和广泛人脉资源。

五是对本地细分市场的深刻了解。和外资创投相比，本土创投在这个细分市场上应该更有能力去把握更好的市场机会和投资机会，立足国内资本市场，来提升自身的价值理念和竞争能力，在服务广大中小企业的同时实现自己的回报。国内资本市场的不断改善，也给予中国本土创投一个独特而非常广阔的细分市场空间。

（四）《深圳特区报》（2008年10月）：十年高交会让同洲成长为“小巨人”

“至今在全球参展了十多个科技展会，没有一个像高交会这样对企业有至关重要的影响力。”十年高交会，9年参展。从一个小科技企业，演变成一个产值近20亿的大企业。高交会参展“老字号”——同洲电子总裁袁明接受媒体采访时感叹：高交会成就了同洲的梦想。没有高交会，就没有同洲的今天。“我们欣喜地看到，企业在成长，高交会也在迅速长大。通过十年的发展，高交会已经成为国际一流的科技盛会。”

高交会助力企业融资发展。第二届高交会，同洲电子第一次参展。“第一次参展，我们产值也就区区上千万元左右。企业急速发展，极需资金的扶持。”袁明回忆，没想到首次参展就收获颇丰。当时，同洲卫星接收机在国内刚刚打开局面，公司发展亟须大量资金。高交会为公司和创投公司充当了信息沟通的窗口。就在第二届高交会上，多家创投公司相中同洲电子，纷纷表示了投资意向。不久，2001年2月，达晨创投、创新投资、深港产学研、高新投资等4家风险投资机构正式入股同洲电子，为同洲电子飞速发展提供了充足的资金支撑，促成同洲电子改制为规范管理的股份制企业，并为公司日后上市奠定了基础。

高交会帮助拓展国际市场。随着同洲电子迅速地发展壮大，生产能力成为公司新的瓶颈。“这一问题在2003年的第四届高交会上得以解决。”袁明说，高交会上同洲电子获批位于深圳市龙岗宝龙工业区的4.5万平方米建筑用地，此地用于兴建年产500万台机顶盒的生产和研发基地，现基地已经正式投产，为公司规模化经营提供了有利条件。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于国内数字电视整体转换启动较晚，同洲电子早在 1999 年就将国际市场作为寻求突破的目标，但成立之初的公司实力弱小，国际市场开拓困难重重。从 2000 年开始的几届高交会，纷至沓来的海外客商带来的订单可谓雪中送炭。

"每年高交会，总有一大批海外客商，为公司带来众多机遇，同洲产品大量出口到欧洲、中东、北美、澳大利亚、东南亚、北非等地区。"袁明强调，同洲电子的海外市场一直占据公司营业收入的 50% 左右，并连续七年列全国同行出口第一，这个成绩，高交会功不可没。

高交会成全球重要科技展会。在高交会十周岁之际，同洲电子带来了高清电视、车载卫星导航仪等家庭消费类产品参展，展示同洲领先的数字视讯技术。

袁明介绍，奥运前夕，同洲电子与天威视讯合作，启动了深圳高清电视市场。同洲向导神系列 GPS 车载导航仪也已经跻身国产十大 GPS 品牌行列。袁明说，近几年，同洲电子均在全球顶级科技展会中亮相，如 CES（美国消费类电子展）、NAB（世界电视、广播技术暨电子设备展）、IFA（柏林消费类电子展）、IBC（欧洲国际广播电视博览会）等。近段时间，受全球金融海啸影响，国外科技展会规模在缩水，而高交会却逆势壮大，全球业界都在关注中国企业和中国市场，高交会顺势一跃成为全球顶级科技展会之一。"在我们参展的全球众多科技展中，高交会凭借展览规模大、科技含量高、本土举办等特点，一直是对公司帮助最大的展会，也是最成功的展会。我们祝愿高交会越办越好！"

本书点评

一家没有特色的小企业，在数字电视产业和大企业之间跳舞，有核心技术吗？还是靠政策吃饭，我看了该企业近两年财务报表，经营现金流都是负的，说明它在和地方电视台的合作中没有收回货款，这就是在大企业和国营电视台之间跳舞的结果，但不至于倒闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四十二章　无锡尚德：高盛英联助推上市纽交所

一、案情简介

（一）"无锡尚德"简介

尚德太阳能电力有限公司，是一家全球领先的专业从事晶体硅太阳能电池、组件，硅薄膜太阳能电池和光伏发电系统的研发、制造与销售的国际化高科技企业。2001 年，施正荣博士带着他在澳大利亚积累了 14 年的光伏专利技术和产业经验回到祖国，以世界一流的速度和水准创建了尚德公司。2002 年 9 月，尚德公司第一条 10 兆瓦太阳电池生产线正式投产，产能相当于此前四年全国太阳能电池产量的总和，一举将我国与国际光伏产业的差距缩短了 15 年。2005 年 12 月 14 日，尚德公司在美国纽约证券交易所上市，成为中国内地首家在纽交所上市的非国有高科技企业。2007 年，尚德公司总产能将超过 500 兆瓦，产量超过 300 兆瓦，销售收入超过 100 亿元，名列世界光伏行业第二。净利润从 2005 年 3,060 万美元增长到 2007 年 1.71 亿美元，年复合增长率 136.5%。2007 年，施正荣宣称，尚德（SUNTECH）已超越夏普（SHARP）成为全球最大的太阳能电池板生产商。近期光伏产品价格持续下跌，加之欧元兑美元持续贬值和原材料价格持续增长，据 2008 年四季度财报报告，2008 年第四季度该公司营收总额约为 3.45 亿～3.6 亿美元，与 2008 年第三季度的 5.944 亿美元相比大幅下滑 40% 左右。尚德预期 2009 年一季度其毛利率约为 12%～15%。尚德官方表示，从今年二季度起，尚德的毛利率有望恢复到 2008 年四季度前的水平，即 20% 以上，原因是尚德已拿到的 2009 年太阳能电池订单近 720 兆瓦，预计全年可完成产销 800 兆瓦的目标。

通过不断的技术创新，尚德公司技术已经处于国际光伏行业领先水平。"Suntech"已成为国际光伏行业的著名品牌。尚德公司是中国首家获得 TUV、IEC、CE 和 UL 等国际质量认证证书的光伏企业，产品在世界各地深受青睐，其中在欧美、中东、非洲和东南亚地区市场占有重要份额。无锡尚德（SUNTECH）电力控股有限公司董事长兼首席执行官施正荣，2008 年两度受到英国《卫报》



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的关注。今年1月5日，该报将其列为拯救地球的50人之一；7月25日，该报刊载了记者乔纳森·瓦兹(Jonathan Watts)对施正荣的专访报道，后者表示："我们相信10年后，尚德(SUNTECH)将成为诸如BP和壳牌之类的能源巨人。"

中国市场已经广泛应用到通信、广电、交通、海事、照明、军事等领域。凭借卓越的产品性能和品质，尚德产品被中国商务部选定为政府对外援助项目指定产品。2006年4月，尚德签约2008北京奥运会主体育馆国家体育场"鸟巢"工程，确定在"鸟巢"的12个主通道安装太阳能光伏发电系统。对尚德来说，这是进入国内光伏主流市场的一次机遇。2007年5月9日，总投资3亿美元的电池基地正式落户上海。据悉，这也是全球首个硅薄膜电池基地。尚德公司的发展受到了中央、省、市等各级政府的亲切关怀和大力支持，国务院总理温家宝同志于2004年3月亲临尚德公司视察，全国政协主席贾庆林同志也于2006年4月23日视察尚德公司，给尚德公司和光伏产业以极大的肯定和鼓励。

(二)无锡尚德发展沿革

1. 第一阶段，在无锡市政府的支持下，中澳合资的"无锡尚德"成立

2001年1月"无锡尚德"成立时，得到了无锡市政府的支持。在当地政府的动员下，江苏小天鹅集团、无锡国联信托投资公司、无锡高新技术投资公司、无锡水星集团、无锡市创业投资公司、无锡山禾集团等企业共出资600万美元，与施正荣共同组建了中澳合资的"无锡尚德"，并占75%的股权。施正荣则以40万美元现金和160万美元的技术入股，占25%的股权，施正荣名下股份通过他个人全资拥有的澳大利亚公司PSS(Power Solar System Pty. Ltd.)间接持有。根据"尚德控股"《招股说明书》的披露，到2004年10月，PSS又从其他股东手中购买了6.389%的股份，施正荣控制的股份上升到31.389%。

由于股东资金不到位等原因，直到2002年9月才开始投产。等到产品出来以后，尚德并没有急于市场推广，而是根据自已明确的定位继续做铺垫，启动一系列的产品论证，取得市场的准入资格。直到2003年初尚德参加了国内外各种大型的展览会，一举成名。2003年5月开始投资扩建第二条生产线，与第一条生产线建设相隔只不过半年。施正荣说"如果说第一条线是当初带回来的洋枪洋炮，第二条线就是充分利用了国内的优势产物——地处中国，如何把高新技术与中国的低价劳动力紧密结合起来，降低投资成本，更有竞争优势。"又是半年以后，2004年初，尚德开始建设第三条生产线，逐步转向链态产业经营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 第二阶段,"尚德 BVI"公司成立,获得 6,700 万港元过桥贷款

2005 年 1 月 11 日,意在帮助施正荣取得控制权的"尚德 BVI"公司(Power Solar System Co., Ltd.)成立,该公司由施正荣持有 60%,由"百万电力"(Million Power Finance Ltd.)持有 40%,法定股本 50,000 美元,分为 50,000 股。根据招股资料,"百万电力"同样注册于 BVI,其拥有者叫 David Zhang。

双方于"尚德 BVI"成立前的 2005 年 1 月 6 日签订了一份《过桥贷款协议》。根据这份《过桥贷款协议》,David Zhang 等人通过壳公司"百万电力"向"尚德 BVI"提供 6,700 万港元的贷款,作为"尚德 BVI"收购"无锡尚德"国有股权的保证金之用。协议约定,"百万电力"对"尚德 BVI"的债权可以转换成在"尚德 BVI"的股权。转换比例分为两步:第一步,当"尚德 BVI"收购"无锡尚德"全部国有股权后(当时国有股权占"无锡尚德"68.611%,PSS 占31.389%),"百万电力"在"尚德 BVI"的股权比例可以保持在 40% 不变,该贷款在会计处理上由"尚德 BVI"对"百万电力"的负债改记为"百万电力"对"尚德 BVI"的出资;第二步,当"尚德 BVI"从施正荣所控制的 PSS 手中收购"无锡尚德"其余 31.389% 的股份,也就是"尚德 BVI"100% 控股"无锡尚德"后,"百万电力"持有"尚德 BVI"25%,施正荣持有 75%。

"百万电力"这项过桥资金是"无锡尚德"启动海外上市的第一笔关键资金,主要风险在于国有股能否顺利转让。如果转让成功,其将获得极高的收益率,所提供的 6,700 万港元可以在不超过半年内转换成 25% 的"尚德 BVI"股权,对应持有"无锡尚德"25% 股权。

那么,万一国有股东不肯转让呢?《过桥贷款协议》规定,贷款期限仅半年,到期之后"尚德 BVI"必须将贷款连本带息一起归还"百万电力",否则,每天按 0.03% 缴纳过期罚金,施正荣还用自己所持有的 31.389% 的"无锡尚德"股份为此提供抵押担保。

3. 第三阶段,风险投资商 8,000 万美元入股"尚德 BVI","无锡尚德"重组实现外资私有化

在"百万电力"提供过桥贷款作为保证金后,施正荣就可以与国有股东签订股权收购的意向协议了,而有了意向协议,海外的风险投资机构也同意谈判向"尚德 BVI"溢价入股。

2005 年 5 月,"尚德 BVI"与海外风险投资机构签订了一份《股份购买协议》,拟以私募的方式向它们出售合计 34,667,052 股 A 系列优先股,每股 2.3077美元,合计 8,000 万美元。外资机构认购优先股的比例为:高盛(Gold-



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



man Sachs(Asia)Finance)占7.809%、龙科占3.952%、英联占3.920%、法国Natexis占3.450%、台湾Bestmanage占3.136%和西班牙普凯占2.823%。“尚德BVI”通过向这些外资机构发行A系列优先股所得到的8,000万美元收入，将主要用于公司“重组”，而“重组”的完成也是外资机构认购优先股生效的前提。这里所说的“重组”，其实就是指将“无锡尚德”从一个国有控股的中外合资公司，通过股权转让的方式转变为由“尚德BVI”100%拥有的子公司。

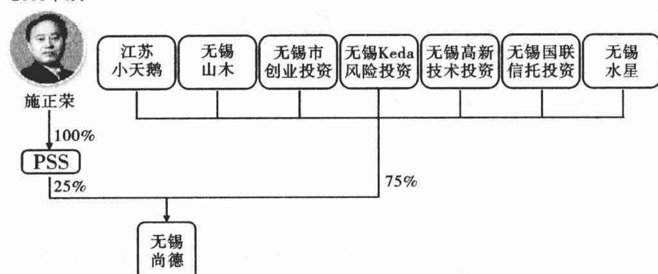
双方还签订了外资风险投资机构经常采用的“对赌协议”，即A系列优先股转换成普通股的转股比例，将根据“尚德BVI”的业绩进行调整。双方约定，在“尚德BVI”截至2005年末税后净利润不得低于4,500万美元。假如低于4,500万美元，则转股比例需要乘以一个分数——“新估值”/2.87亿美元。根据协议，“新估值”的数值应当是2005年的实际净利润乘以6，也就是说，外资认为按照6倍市盈率投资“无锡尚德”是比较合理的。

根据海外风险投资机构目前已投资的国内项目判断，按6倍的市盈率投资于一家未上市的企业并不算低，高盛等外资机构之所以能给“无锡尚德”如此高的溢价，与原国有股东的完全退出和以施正荣为控股股东的“纯外资”股权结构的搭建完成有很大关系。首先，国内《中外合资经营企业法》等法规对中方投资者尤其是国有股东的权利有严格的保护，在涉及股权转让、增资、发行上市等方面有复杂的审批程序，国有股的完全退出大大降低了外资的法律风险。此外，2005年初国家外管局出台的“11号文件”和“29号文件”曾对本土企业的海外红筹上市作出了严格限制，直到2005年10月“75号文件”出台以前，外资机构的投资热情一直处于低谷，而由于施正荣属澳大利亚国籍，“无锡尚德”“重组”后已经成功地变身为完全由外资投资的企业，不再适用上述规定，因而可以简化法律程序，加快上市进程。

“重组”完成后的架构将是：“尚德BVI”持有PSS和“欧肯资本”100%的股权及“无锡尚德”36.435%的股权；同时PSS和“欧肯资本”持有“无锡尚德”其余63.57%的股权。根据《股份购买协议》，PSS和“欧肯资本”应当在随后90天内把自己所持有的“无锡尚德”的股份全部转让给“尚德BVI”，使“尚德BVI”直接拥有“无锡尚德”100%的权益。

2005年5月，通过一系列交易，“尚德BVI”基本完成了收购“无锡尚德”的全部国有股权。如果外资机构的8,000万美元全部由国有股东获得，则国有股东实际出资的600万美元获得了约13.3倍的回报率。据国内媒体报道，“重组”中退出“无锡尚德”的国有股东们分别获得了10~23倍的投资回报率不等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



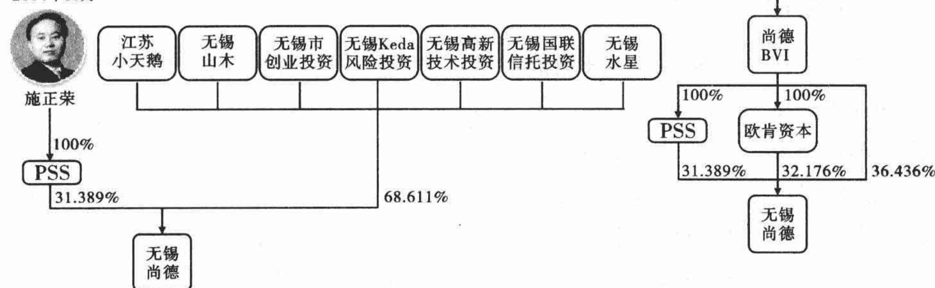


图 42－1 “无锡尚德”股权结构演变过程

4. 第四阶段,“尚德控股”成立,登陆纽交所完成财富增值

2005 年 8 月 8 日,在上市主承销商瑞士信贷第一波士顿和摩根士丹利的安排下,由施正荣完全控股的壳公司 D&M Technologies 在开曼群岛注册成立“尚德控股”,发行 1 股,面值 0.01 美元。2005 年 8 月 16 日,“尚德控股”和“尚德 BVI”的全体股东共同签订了一份“换股协议”。根据协议,“尚德控股”向“尚德 BVI”现有的 16 家股东发行股票作为代价,交换这些股东所持有的“尚德 BVI”全部股份,这简称为“换股”。“换股”后,“尚德控股”将持有“尚德 BVI”100% 股份,而“尚德 BVI”的 16 家股东将拥有“尚德控股”100% 的股权。“尚德控股”作为最终控股公司,将择机上市。

2005 年 12 月 14 日,注册于开曼群岛的尚德电力控股有限公司(股票代码:STP,简称“尚德控股”)以美国存托股票(ADS)形式在纽约证券交易所挂牌上市,受到投资者的热烈追捧,收盘价 21.2 美元,较 IPO 发行价 15 美元上涨了 41%。“尚德控股”此次发行共出售 2,638 万股,其中向公众出售 2,000 万股新股,老股东向公众出售 638 万股旧股,融资近 4 亿美元,以当日收盘价计算的市值达到了 30.67 亿美元,远远超过新浪、盛大等已在纳斯达克上市的中国公司。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对外资机构来说,按公司发行价15美元计算,其2.3077美元的购股成本在半年内增值了6.5倍;按公司上市首日收盘价计算,增值了近10倍。对施正荣来说,除了“无锡尚德”成立之初的40万美元股金外,几乎没有追加任何资金投入,而最终拥有了46.8%的股份,价值超过14.35亿美元。

二、各方观点

(一)《现代家电》(2006年):“中国太阳第一股”无锡尚德上市带给我们的启示

启示一:“首富神话”打破新能源产业创富悖论。环保节能产业需要政府大力补贴和扶持,是不会赚钱的。长久以来,在国人心中对新能源产业已经形成了这样的印象。而尚德以太阳能产业造就的首富神话,则让人们大跌眼镜:原来节能环保产业是可以赚大钱的。一个束缚人们许久的悖论被打破了。尚德赚钱首先在产品与市场,尚德以高科技含量的太阳能光电产品迎合了需求很大的国外市场。这说明赚钱与环保无关,只要你找准了市场需求就行,有受众的利益点和市场的需求点是完全可以赚钱的;尚德赚钱其次在资本运营,先是技术入股融资国企财团获得规模起步,继而上市在资本市场取得回报;尚德赚钱再次在抓住历史和世界机遇,空间上世界性的新一轮能源紧张,时间上中国太阳能产业蓄势十年,在资本市场的火山口一触即发,国外光电产品大量需求,尤其是国外资本市场寻寻觅觅中国太阳能题材心急火燎。这个时候尚德趁势而出,不中头彩都不行。尚德太阳能可以赚钱,当然其他太阳能和新能源也可以赚钱。“首富神话”打破创富悖论,尚德为新能源行业带来了赢利的信心。节能环保行业,赚钱、赚大钱不是不可能。悖论打破,我们注目更多的新能源和环保产业创富神话。

启示二:警惕中国太阳能产业的泡沫。尚德成功上市,施正荣先生成为首富,是一件美谈。更是让人们对太阳能和新能源行业刮目相看,也使财团等投资者对太阳能趋之若鹜。但是在这里还是警示大家,不要被尚德成功上市的美丽烟花迷住双眼,尚德的成功上市毕竟只是个案,与施正荣先生的独特道路息息相关,而大环境仍需大家认真考察。此处的大环境,一是国外太阳能产业的市场环境,一是中国太阳能产业基础的产业环境。一定要警惕中国太阳能产业的两种泡沫。需警惕的第一种泡沫是中国太阳能光电产业两头在外,即原材料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和市场在外。没有原料没有国内市场,我们自己对企业发展的掌控能力受制于人。另外,我们很多的光电灯质量差,没有品牌意识,在国外只是低端产品。国际市场接受尚德,但不会接受大量的低端中国光电产品。所以我们的光电企业一定要像中国光热企业一样开创中国光电市场。

国内光电市场起来了,我们的国际依赖性降低了,我们的企业风险程度也就随之降低了。需警惕的第二种泡沫是中国太阳能产业正式起步才十多年时间,设备、工艺、技术、市场、科普、营销、人才等产业基础还很薄弱,号称世界最大的中国太阳能光热市场也不过区区130亿元人民币。家电业一个品牌动辄上百亿元几百亿元,而且在国内环境中成长了近三十年。相比之下,中国太阳能产业还很稚嫩。大的投资资本进来,市场一下子起不来,就会造成设备、投资等社会资源的严重浪费,不仅不利于国家,而且也会挫伤投资者、从业者对太阳能等新能源行业的积极性。虽然《中国可再生能源法》于2006年1月颁布实施,国家也在鼓励节约型社会建设,但对新能源的投资一定要从长期考量,眼前介入规模要适可而止,切不可被施先生首富的光环所诱导。而一哄而上,正是国内产业的弊病。国外如美国,国内如烟台地区,都曾出现过太阳能发展的泡沫,结果是反而阻碍了太阳能产业的发展。中国太阳能产业开局良好,如果不保守亦不大跃进,当是中国节能环保的幸运。

(二)《赢周刊》(2006年5月):首富施正荣财技遭遇产业诘问

三大疑点浮出水面

无锡尚德太阳能电力有限公司(简称“无锡尚德”)“私有化”及上市,以近乎完美的姿势,成为中国母体精心孵育出来的一个“新财富”标本。但这是“摩根士丹利导演的首富施正荣的骗术”?

最近,一个署名“王平均”的人在国内几个主要经济类网络论坛上对施正荣财技提出了质疑,一时成为热闹的谈资。网站资料显示,王平均是居住在欧洲荷兰阿姆斯特丹(Amsterdam)的博士,半导体物理的专业研究者。

王平均认为,施正荣和无锡尚德至少存在三个疑点。

疑点之一:施正荣吹嘘他的导师来误导别人?

施正荣曾说,他的导师获得过“诺贝尔环境奖”。王平均指出,这并非大家所知的诺贝尔奖,诺贝尔没有环境奖。该奖项原名Nobel Alternative,是德国人在上世纪80年代设立给那些环保人士的。施正荣有借此误导他人的嫌疑。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



疑点之二:到底是谁在为太阳能电池板埋单?

无锡尚德于2001年1月注册,2002年开始运营,2003年年底赢利90万美元,2004年赢利1,800万美元,2005年预计赢利5,000万美元,2006年预计赢利1亿美元。一连串数据近乎完美。但问题是:无锡尚德到底是怎么赢利的?又到底是谁在为它暴涨的业绩埋单?

王平均猜测是“国家埋单”。他诘问道:太阳能电池板“是不是卖给无锡市,是不是国家给你(施正荣)埋单?”

疑点之三:摩根士丹利在融资项目中扮演的是什么角色?

王平均追问:摩根士丹利的18亿美元资本,难道没有炒作人民币的嫌疑?“摩根参与运作纯粹是赚钱,但是他会很快套现,过不了几年,尚德什么都不是了。因为你尚德根本不值这么多钱!”

旁证于现有资料,第二个疑点实际难以成立。坊间盛传,无锡尚德产品90%的市场都在国外,它在国内只承建了一些譬如森林指挥所、西藏地区、2008绿色奥运等总计不足400kW的项目。另外还有传闻说,尚德现在一直在成倍地扩大产能,上游有原材料就收,订单超过生产能力。尚德的产品价格只有国外厂商的一半,价格很有优势。

无锡尚德“私有化”及上市对国内民企具有借鉴意义,但无锡尚德有其独特的背景,极难被模仿。因为,这是一种相当奇特的“首富政府造”的“无锡模式”,这种模式只会“神龙一现”,不可能再创造新的奇迹;同时,这是摩根士丹利主导下的一场豪赌,精心设计的财技也很难找到第二个对象再次应用。

“市场是第一资本力”。无锡尚德必须有一个大市场,有很强势的市场普及率,否则在纽交所上市的STP在招股资料中所描述的暴涨的业绩就站不住脚。而国外资本市场之所以以高出STP净资产数倍的价格爆炒这只股票,是因为相信STP未来有更大的商业前景,施正荣和无锡尚德必然向国外资本市场提供了必要的商业数据。但直到目前,外界对这些至为关键的问题仍然知之不多,施正荣的财富故事让人读不懂,看不透。实际已有媒体表示过怀疑:在高成本、不具备能源产品价格竞争优势的背景下,无锡尚德的产品在全球市场上为何会出现供不应求的局面?

诚然,上市公司没有公布产品销售给谁的义务,但因施正荣和无锡尚德回避了这些关键问题,因而公众也就有理由进一步去求证其财务数据的真实程度。

究竟是中国市场,还是让无锡尚德业绩突然暴涨的欧洲市场,才是纽交所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瞩目的对象？答案很可能是前者。中国可再生能源需求的逐渐膨胀，为太阳能光伏产业创造了难得的机会，新财富的“神话”因此诞生。理性看待施正荣的财富故事也许更为适当。事实上，已经有一种意见认为，无锡尚德过去超常的业绩在两年之后恐怕难以为继。无锡尚德规划的远景目标是 2010 年做到 1000 兆瓦的产能，成为全球最大的光伏企业。但它能否顺利跨过 2007 年这个关键的产业瓶颈期还有待考验。

从招股资料看，2002 年无锡尚德还处于亏损阶段，2003 年实现赢利，2004 年突然出现暴发性增长，业绩翻了 20 倍。这主要是因为欧洲市场上太阳能光伏发电行业出现暴发性增长所致。目前中国厂商的订单主要来自欧洲，但欧洲的大门不会永远向中国厂商敞开。作为全球光伏产业的三巨头之一，日本光伏生产一直保持出口强势，美国光伏生产也是自给之后略有盈余，到 2007 年，德国市场将再次达到平衡并开始出口。到那时，中国企业生产出来的产品要卖给谁呢？恐怕只有将目光投向国内市场。

（三）长江商学院（2008 年 11 月）：链条对链条的竞争

在整合全球资源与提升产业链控制力的竞争策略方面，施正荣在无锡尚德的运作经验可以总结为：提高电池转换效率，使其产品赢得较高市场溢价，获取更多市场订单；多渠道、多策略确保硅片供给；产品创新与业务模式创新进一步夯实市场地位。

无锡尚德通过三种渠道确保其硅片供应：

（1）与一些光伏签订生产合同，这些企业向无锡尚德供应硅片，并将生产出来的大部分或全部光伏电池与模块组件回购。通过签订这样的合同，无锡尚德不仅确保了硅片供应，还将由各种不确定因素影响到的硅片价格波动转嫁给提供硅片的用户。

（2）通过预付费方式，与国内外主要硅片供应商签订固定价格、固定数量的长期供货合同。例如在 2006 年 7 月，无锡尚德与世界十大硅材料供应商之一的美国 MEMC 公司签订了 10 年总额达 60 亿美元的硅材料供货合同，尚德则向 MEMC 公司提供资金资助，以保证其稳定的供应能力。2007 年 6 月，与美国 HoKu 公司签订 6.78 亿美元的十年多晶硅供货合同。

2008 年 8 月，无锡尚德以 9,890 万美元收购私募股权投资基金英联和伟俊投资所持有的顺大控股股权，并成为第一大股东。顺大控股 2003 年成立，专注于单晶硅棒和切片制造。目前顺大正在扬州市建立一家多晶硅工厂，该建设项



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目已经进入后期,第一阶段的产能将达1500吨。

(3)无锡尚德在中国大陆形成了各种策略联盟以降低供应短缺风险。为制衡国外公司,无锡尚德投资了一个硅锭公司,并通过自己在产业内的影响力为三家中国硅锭生产企业寻找硅材料。作为回报,这些生产企业向无锡尚德长期稳定供应硅锭。目前,无锡尚德与国内外25家企业建立战略联盟关系,联盟内企业或以无锡尚德为下游核心市场,以此来消除产业发展的各种不确定性。

全球合作/合资。光伏建筑一体化(Building Integrated Photovoltaic,BIPV),有助于降低光伏系统成本,是市场较为欢迎的一种产品技术与销售模式。2006年8月,无锡尚德全资收购日本专业太阳能光伏企业MSK公司,切入BIPV业务领域。MSK公司是日本最大的专业太阳能组件生产企业,拥有20多年的太阳能光伏建筑一体化设计实施经验,拥有一支设计、制造了数千个高效光伏发电系统的多学科工程师队伍,是世界上最值得信赖的光伏系统生产商之一。

通过MSK公司,无锡尚德在欧洲市场业务拓展更加通畅。2007年,无锡尚德子公司MSK的光伏建筑一体化(BIPV)系统,作为Kingspan Off-Site公司零排放“灯塔”房屋设计的一部分,成功安装到首座满足英国政府可持续性住宅法规六级标准的顶级房屋。此项目使用了57块尚德子公司MSK的Just Roof光伏组件,替代了传统屋顶。

2008年5月,无锡尚德与法国Hanau EnergiesSAS签署协议,将供应4.5MW大楼BIPV系统给法国Alsace一处农庄,这项工程将为BIPV历来最大安装工程之一。计划于2008年10月完工的无锡尚德光伏研发中心是中国最大的依靠太阳能供电的光伏大厦。

(四)中国化工信息网(2009年3月):何原因导致其四季度毛利率大幅下降

全球最大的太阳能电池生产商尚德,2008年四季度的毛利率仅为0.6%,其罪魁实为在硅价大跌前购进相当数量的高价硅原料。

无锡尚德太阳能电力有限公司四季度财报显示,其四季度的毛利率仅为0.6%。按照公认会计准则,四季度的净亏损达6,590万美元,每股净亏0.42美元。由于事先预亏的原因,股价从2月12日即开始暴跌。至今已由12日的9.70美元每股,跌至2月27日的6.09美元每股,跌幅约为37.22%。

2008年四季度之前,尚德曾长期是全球投资者的宠儿,2006年一季度,尚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德电力董事会主席施正荣一度荣升中国首富;2007 年底其股价,更是一度冲至 85 美元每股。而在 2008 年三季度末,尚德电力股价还约为 40 美元每股。

到底是什么原因导致其四季度毛利率大幅下降? 四季报显示,吞噬其 20% 毛利率的主因之一,为总计 5,070 万美元的“库存和购买佣金”。该原因对毛利率产生了 12.2% 的负面影响。

近日,施正荣在接受编辑专访时坦率承认,尚德在 2008 年九十月份,“确实购买了一些价格较高的硅”。据解释,2008 年 9 月,硅材料仍处于紧缺状态,尚德在为四季度的生产准备原材料时,以每公斤 350 ~ 400 美元的价格,购买了占四季度计划产能需求量约三分之一的多晶硅。而 2008 年 10 月起,硅价暴跌。11 月即跌至 200 美元以下,跌幅达 50% 。

一位不愿具名的业内人士则评价,2008 年九十月份,全球金融危机已爆发,钢铁业、海运业、金融业接连事发,尚德却在现货市场上以接近近年来最高价的价格买进硅料,说明施正荣对即将到来的光伏产业巨变缺乏判断,对未来过于乐观。

对外界传闻,施正荣坚持自己的说法,认为外界将正常备料称为囤硅并不恰当。他解释称,即使是尚德,当时的长期合同也不能全部满足硅料供应,每季度仍需在现货市场上进行采购备料。但施正荣谨慎承认,当时备料的价格确实是“有些不太恰当”。

(五)《21 世纪经济报道》(2009 年 3 月):类尚德模式解读:80% 光伏企业的囚徒困境

但对于整个光伏行业,金融危机已经深层次影响到企业层面,特别是 2008 年第四季度,由于人民币对欧元大幅升值导致国内中下游光伏企业几乎全面亏损。一夜之间,50% 的光伏组件企业处于停产或半停产状态,很多“明星”企业似乎已成过眼云烟。2006 年,西班牙的补贴新政,促使光伏行业短时间爆发,但在西班牙的补贴政策 2008 年 9 月底到期后,国内组件企业面临生存还是死亡的选择。

快行业的“囚徒困境”。事实上,在无锡尚德和江西赛维 LDK 成功上市之后,国内许多企业纷纷投身光伏行业,天合光能、江苏林洋、河北晶澳、南京中电、兴业太阳能等相继在海外获得上市。与此同时,国内许多上市公司也纷纷搭上光伏班车,如天威保变成立的天英威利、川投能源投资新光硅业、江苏阳光



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资多晶硅、南玻 A 组建太阳能电池企业，等等。

不仅仅是企业热衷太阳能，一些地方政府也借助太阳能行业提升当地产业转型，纷纷打造太阳能基地。在江西新余，当地政府依托赛维 LDK，打造“世界太阳能之城”，云南昆明、浙江杭州、山东济南、江苏徐州都谋求建设国家级太阳能光伏产业基地。

一时间，国内光伏行业增长迅速，2007 年，中国的太阳能电池产量达到 1088MW，居全球第一，2008 年，达到 2000 兆瓦。

但在快速增长的背后，隐患接踵而至。

由于原来市场供不应求，很多电池生产企业的产品质量不过关，交货后，和对方都签有 25 年的质保合同，“将来会出现合同纠纷。”

超日太阳能董事长倪开禄告诉记者，由于光伏下游企业进入的门槛比较低，在 2006 年西班牙出台光伏新政后，很多原先已经退出太阳能行业的企业又重新杀回，“几千万的资金就成立一个组件公司。”

当时市场非常火热，“只要能生产不愁没市场，很多产品出厂后就直接空运到欧洲。”

但随着西班牙光伏新政在 2008 年 9 月到期，加上金融危机的深度影响，国际光伏市场急剧萎缩，原先一些小的光伏组件企业及质量不过关的企业就将失去市场，倒闭歇业在所难免。

但整个太阳能行业的前景已经很明朗，崔容强表示，目前的太阳能行业只是刚刚起步，太阳能只占全球能源的千分之一，随着光伏发电成本的降低，未来空间无限大。

招商证券的报告表示，在目前订单仍然缺乏情况下，超过 50% 下游产能放空，未来企业重组将不可避免，优势将向大规模企业集中。

“未来不是问题，关键是眼下，企业如何渡过难关。”一位 PE 投资经理表示，短期内，市场供大于求，在这种情况下，资本实力成为这些光伏下游的中小型企业生存关键。

据悉，目前 80% 的光伏企业面临资金难题，包括光伏龙头企业无锡尚德。

有消息称，尚德已裁员 4000 人左右，同时，暂时关闭部分生产线，暂时搁置至少 2500 兆瓦的产能扩产计划。记者采访获悉，在当地政府支持下，尚德获得数十亿扶持资金，资金压力逐渐化解。

但对于其他为数庞大的小型组件企业，坚守还是退出？成为这些企业当下必须做的选择题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评1

无锡尚德的成功在于把一部分不是很值钱的国有资产顺带打包在美国上市，说难听点儿就是骗了美国人的钱，尚德的产品基本是销往国外的，我上过该公司的网站，它都没有中文网站，可想它在国内没有市场。但是我们回忆一下，2005年的中国有一个重大的经济现象——就是人民币被动升值，中国资产在华尔街是香饽饽，备受追捧的大背景，我们对任何经济现象都不要忘记对大背景的分析。也不要忘记，当时的无锡市委书记也因此走上了更高的领导岗位，这才是多赢的结局啊……

本书点评2

现在中国企业一窝蜂地去搞太阳能，而我国政府又补贴不起，只能依赖外需，如果没有金融危机，中国太阳能企业也会有窝里斗现象。现在太阳能技术还没有达到普及水平，就如20世纪50年代的计算机要用几间房子来装下，因为是电子管，没有大规模的集成电路，成本降不下来。中国商人应该做的是联合起来建一个高水准的实验室，真正对多晶硅进行更具赢利性的产业化研究，这也许需要很多年的积淀。当前中国商人是没那个眼光和实力的，总体还处在资本的初级阶段。口袋决定脑袋！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四十三章 希尔顿

一、案例情况

(一)希尔顿酒店

1907 年,正当美国发生经济大恐慌的那年圣诞节,一个名叫康拉德·希尔顿、年龄是 20 岁的孩子,在美国新墨西哥州圣-安东尼奥镇堆满杂货的土坯房里开办了家庭式旅馆,以应付生计并庆祝自己的生日,他还对母亲说:“我要集资 100 万美元,盖一座以我命名的新旅馆。”又指着报纸上一大堆地名说:“我要在这些地方都建起旅馆,一年开一家。”

1928 年,也是圣诞节,时光过了 21 年,康拉德·希尔顿 41 岁生日这一天,所有这些梦想都一一实现了,并且速度大大超过预期。在达拉斯阿比林、韦科、马林、普莱恩维尤、圣安吉诺和拉伯克都相继建起了以他的名字命名的饭店——希尔顿饭店。

1949 年,希尔顿国际公司从希尔顿饭店公司中拆分出来,成为一家独立的子公司。

1964 年,希尔顿国际公司在纽约上市。

1967 年和 1987 年的 20 年中,希尔顿国际三次被收购,最后由前身为莱德布鲁克(Ladbrok)集团的希尔顿集团买下。

根据 2005 年 7 月美国《HOTELS》杂志公布 2004 年的统计,希尔顿集团(英国)2004 年有酒店 403 座,房间 102636 间,列第 11 位;2003 年列 10 位,酒店 392 座,房间 98689 间。

根据企业之间的协议,希尔顿国际(Hilton International)和希尔顿酒店公司(Hilton Hotels Corp.)(HLT)分享对 Conrad 品牌的运营权,其中包括在 13 个国家中的 17 家宾馆。希尔顿国际拥有在全球除美国以外地区使用希尔顿品牌名称的权利,旗下有 Hilton、Scandic 和 Conrad 等品牌,运营有 403 家酒店,其中 261 家的品牌名为希尔顿,另外 142 家则是针对中档市场的 Scandic 品牌。希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿国际酒店集团是总部设于英国的希尔顿集团公司旗下分支，拥有除北美洲外全球范围内希尔顿商标使用权，管理405家酒店，包括263家希尔顿酒店、142家斯堪的克酒店，在全球的78个国家拥有超过7万名雇员，有10多个不同层次的酒店品牌。希尔顿国际集团在全球的发展以谨慎著称。

希尔顿酒店集团日前公布了其2006年年度财务报告，报告显示，该集团2006年净收入达5.72亿美元，超过2005年的4.60亿美元；每股净收入为1.39美元。2006年全年希尔顿酒店集团的运营收入为12.74亿美元，超过2005年的8.05亿美元。另外，分时度假收益同比增长了19%。2006年，希尔顿旗下酒店数量增加了223家，客房增加35970间。

（二）历史沿革

酒店大王希尔顿1925年8月4日创立了第一家位于达拉斯的希尔顿大酒店，希尔顿酒店一贯坚持：微笑、信心、辛勤、眼光，虽然历经多重劫难，也未改变酒店业“常青树”的地位。

1954年10月，希尔顿以1.1亿美元的巨资买下了有“世界酒店皇帝”美称的拥有10家一流酒店的斯塔特拉酒店连锁店，不仅成为了酒店业历史上最大的一次兼并，也是当时世界上耗资最大的一宗不动产买卖。此时的希尔顿已经成了名副其实的美国酒店大王。从1919年到1976年，希尔顿旅馆从1家扩展到70家，遍布世界五大洲的各大城市，成为全球最大规模的旅馆之一。

希尔顿国际公司于1964年在纽约交易所上市，使希尔顿酒店公司成为世界上最大的多样化全球酒店运营商之一，业务遍及80个国家，拥有近2800家酒店和47.5万间客房，旗下运营希尔顿、Conrad、Doubletree、EmbassySuites、HamptonInn和Scandic等多种适应不同档次顾客的酒店品牌。

黑石集团是投资界的大腕，从投资和顾问业务上赚取了巨额利润，收购希尔顿是进军酒店业而采取的一系列大动作中的最新一例，希尔顿也成为又一家被私有化的酒店业公司，被并入黑石酒店和度假村业务中。在最近几年中，黑石旗下的LXR豪华酒店开始初具规模，期间公司还收购了中等规模的酒店连锁店La Quinta Corp.。

就在2007年6月22日，黑石进行了首次公开募股（IPO），投资者对此表现了强烈的兴趣，共售出了1.3333亿股普通股，募得资金46亿美元，成为了华尔街规模最大的首次公开募股之一。黑石的股价在纽约证交所首日上市后即出现大幅度攀升，并领涨大盘，外国投资者对黑石的股票需求旺盛，高达4%左右



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的股息率让投资者情有独钟。

截至2007年5月初，黑石所管理的资产已从2001年的140亿美元飙升至880亿美元，据悉该公司持续扩大资产规模并保持赢利的能力，中国政府功不可没，这可以从最近和中国的一系列业务上略见一斑。不过与高盛比起来还是小巫见大巫，同期高盛所管理的资产达7,580亿美元，其中1,510亿美元是替代性资产，高盛的利润来源也比黑石广得多，2006年的利润，只有4%来自私人资本运营业务和房地产投资组合，相比之下，黑石的大部分利润都来自经营对冲基金及其他投资机构、实施买断业务以及投资房地产。

二、各方观点

(一)《经济纵横》(2007年7月5日)：皆大欢喜

美国私人股权投资公司黑石集团将以260亿美元并购世界上最大的连锁酒店集团——希尔顿酒店集团。黑石称此举是重要的战略投资。今年五月，中国刚刚向黑石集团投资30亿美元。

周二(7月3日)，黑石集团宣布，并购希尔顿将支付现金，希尔顿集团董事会已同意这笔交易，现在并购一事还需要股东和监理会开放绿灯。

据黑石集团称，它愿为每股希尔顿股票支付47.50美元。这一价格明显高于周二股市希尔顿的36.05美元收盘价。此外，黑石接收希尔顿的全部债务。希尔顿宣布，并购工作将在2007年第四季度完成。

希尔顿董事会董事长鲍伦巴赫说："希尔顿管理委员会认为，这场交易将给我们的股东带来的升水十分可观。"黑石集团总经理格莱宣布，黑石集团把希尔顿视为重要的战略投资，没有解散希尔顿的计划。工会代表也表示满意。酒店业联合工会主席莱诺说，历史表明，黑石是公平对待千万名酒店职工的伙伴。

(二)《新闻晨报》(2007年7月6日)：国家外汇公司投资终于翻红

黑石收购希尔顿的消息公布之后，黑石的股价终于停止了连续一周的狂跌，上涨45美分，现在的股价终于超过了国家外汇投资公司的买入价。

此前，由于黑石股价连续5天下跌，国家外汇投资公司的账面浮亏超过3,000万美元。

当然，外汇投资公司承诺持股期不会少于4年，所以短时间内黑石股价无论是涨是跌，都无需引起太多关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就在黑石上市前,我国政府新成立国家外汇投资公司,此公司的首笔投资便是30亿美元购入黑石9.7%的股份。有媒体称,此举是中国政府为了使其外资储备投资多元化的一个大举措。

投资房地产(包括收购酒店)是黑石的主要投资方式之一,而许多被其收购的酒店,在不久之后就以更高的价格被分拆出售,黑石则从中赚取差价。

黑石在1998年就将其收购的13家豪华酒店分拆出售;2003年还收购了两家万豪酒店,之后其中一家以高价卖还给万豪集团;2006年和2007年分拆卖出两家威斯汀(Westin)酒店,其中亚特兰大那家以7,400万美元卖出,创造单项酒店资产最大交易;而且在2006年还将一家希尔顿酒店卖给了美国另一酒店集团。

(三)《中华工商时报》(2007年7月9日):中国美元投资感受高风险

上市两周以来,美国私人股本公司黑石集团(Black stone Group)的股价就像坐上了过山车。经历了第一周的巨幅下挫,黑石在第二周开始反弹。截至美国东部时间6日收盘,黑石的股价已经从前一周的最低点28.75美元上升至31.50美元,又重新站到了发行价之上。随着黑石股价的巨幅波动,正在组建中的国家外汇投资公司的投资也再次翻红。

尽管目前还处于市场所称的"内装修"阶段,但国家外汇投资公司30亿美元的首笔大买卖,从一开始便受到市场的广泛关注。从瞬时赢利5.5亿美元,其间又经历过账面亏损2.58亿美元,在短短两个星期里,外汇投资市场将其高风险与收益淋漓尽致地展现出来。

据消息人士透露,随着特别国债方案启动在即,国家外汇投资公司最早有望9月挂牌,公司名称目前定为"中国投资有限责任公司"。日前,央行副行长吴晓灵透露,中央汇金投资公司将被整合并入国家外汇投资公司,而国家外汇投资公司将会真正成为进行市场化运作的投资公司,从而更好地实现国家投资的保值增值。

手握2,000亿美元的资本,当国家外汇投资公司这艘吨位庞大的航母缓缓入水,面对着特别国债的利率、人民币持续升值造成的汇率损失以及运营成本等诸多因素,市场人士最为关注的还是其如何规避风险和实现收益。

对此,市场人士表示,要在获取稳定收益的同时规避风险,目前摆在国家外汇投资公司面前的投资品种并不多,概括而言,大体包括各国政府债券、机构债券以及能源、资源类商品、行业领先的战略性企业之类。如今国家外汇投资公



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司大举跨入此领域，则必须要同很多实力的投资者进行竞争，同时，以“国家安全”“民意所向”为名的政治阻挠也不可避免。

对于黑石方面，尽管上市首周便遭遇暴跌，但是作为世界级的私人股本巨头，黑石的资本运作并没有停止。从4亿美元入股中国蓝星集团的传闻，到斥巨资收购美国希尔顿酒店集团，在过去的一周里，黑石表现得异常活跃且令人震惊。

美国东部时间5日，随着一笔总金额高达260亿美元买卖，黑石将美国希尔顿酒店集团收入囊中，同时也一跃成为“全球最大酒店集团拥有者”。黑石对希尔顿集团的每股出价为47.50美元，较其之前的股价溢价31.7%。之后，希尔顿的股价也展开了一段快速的上涨，截至目前，希尔顿的股价为45.71美元，离黑石的出价已经不远。

（四）《世界新闻报》（2007年7月18日）：黑石给希尔顿打兴奋剂

近日，美国的黑石公司提出，将以每股47.5美元的价格收购希尔顿酒店公司。黑石公司认为，此举有利于提高希尔顿酒店公司的赢利能力。根据协议，黑石将以约185亿美元现金收购希尔顿酒店公司的普通股，按7月3日希尔顿的收盘价计算，溢价幅度达到32%。如果考虑黑石应承担的希尔顿债务，这一交易作价达到260亿美元。完成这一交易后，黑石集团将成为全球拥有最多客房的酒店运营商。

酒店业分析师指出，黑石集团巨资收购希尔顿酒店公司暗示，后者有望获得一个加速扩张的强大推动力。黑石集团收购希尔顿酒店公司的主要原因，就是看好它在印度等地拓展的国际化努力，并把后者当成一个重要的资产。

目前，黑石集团在美国和欧洲已经拥有包括La Quinta Inns、LXR豪华度假酒店等品牌在内的酒店资产，客房超过10万间。通过收购希尔顿酒店公司旗下的约3万间客房，双方有望形成巨大的协同效应。

酒店投资顾问公司分析师亨尼斯指出，尽管黑石集团已经拥有了大量的酒店业资产，但从行业角度看，它还是酒店业新手。黑石虽然拥有了像LXR这样的豪华酒店品牌，但并没有在业内获得类似希尔顿酒店公司的高端品牌形象和良好口碑。

亨尼斯说，黑石集团若将其原有的酒店类资产与希尔顿酒店整合，可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑剥离某些既有资产。日前,黑石集团已同意将旗下的 Extended Stay 酒店公司以 80 亿美元的价格出售给另一家私募股权机构。

在希尔顿酒店公司刚刚与黑石集团达成并购交易不久,希尔顿酒店公司股东戴维·谢伊夫 7 月 5 日在美国特拉华州提起诉讼,指控公司与黑石集团的交易价格偏低,有失公允。他要求发起集体诉讼阻止这一交易;如果交易执行,他将要求希尔顿酒店公司提高对股东的补偿。另外一名股东则在洛杉矶提起了类似的诉讼。

不过,史蒂夫·博伦巴克曾说:"公司董事会认为,这一交易为股东提供了极具竞争力的价格和溢价水平。"

希尔顿董事会已经批准了这项交易,预计在获得股东及监管部门批准后,这项收购可以在今年第四季度完成。黑石公司得到多家银行的财务支持,包括贝尔斯登、美国商业银行、高盛集团和摩根士丹利。

按照此前的协议,如果希尔顿接受更优厚的收购合约,须赔偿黑石 5.6 亿美元的违约金;若黑石无法履约,则须赔偿希尔顿 6.6 亿美元的违约费。

分析人士认为,鉴于黑石 260 亿美元的收购资金来自黑石拥有的两项投资基金,而且黑石得到若干银行的财务支持,因此黑石违约的可能性不大,而且不太可能有买家出得起比黑石集团更高的收购价。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四十四章 橡果国际

一、案情介绍

(一)橡果国际介绍

橡果国际,成立于1998年,是中国最大、最专业的电视购物公司之一,主要从事产品研发、生产、营销策划、商品零售等业务的大型技工贸一体化企业。公司以电视、网络等多种媒体为推广手段,以计算机信息管理系统为辅助工具,成功创立起多媒体的商业推广平台。在中国快速增长的个人消费品市场上,橡果国际通过纵向垂直整合,铸就了"好记星"、"背背佳"、"氧立得"、"紫环"、"安耐驰"、"网e拍"、"视乐奇"等著名品牌,取得了令人瞩目的市场业绩。

7年的时间,橡果成长为中国最成功的电视直销公司。橡果秉承"客户至上,永远创新"的理念,始终致力于为中国用户提供最新最好的个人消费新产品。

在个人消费品市场竞争日益激烈的今天,橡果国际不断加大对新产品开发、销售、物流和售后服务体系的建立。目前,已成功建立起一套独特而有效的个人消费品的开发和销售推广体系,形成了销售通路拓展与品牌经营同步,传统渠道与直接销售并行,以电话营销为基础、传统渠道为依托的销售模式。橡果国际多年来一直保持良好的发展势头,现已成功进入多媒体商务推广领域,实现了历史性的跨越。

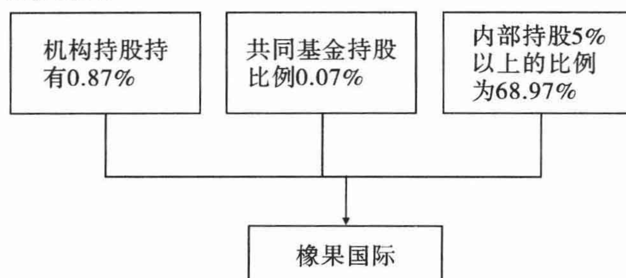


图44-1 流通股持股情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

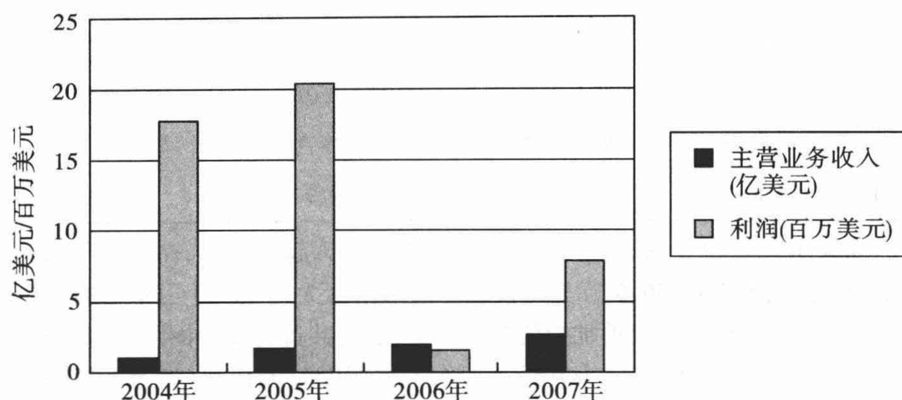


图 44-2　公司近期持股及赢利情况

(二)橡果国际发展沿革

第一阶段,1998 年到 2004 年,从初创到扩大影响力。

1998 年,橡果公司成立,2000 年,节目在 6 个电视频道播出。2001 年,推出消费类电子产品系列,2002 年,推出汽车产品系列。启用新的客户信息系统,成为国际电子零售协会会员。2003 年推出电子教育类产品系列节目,在 29 个电视频道播出。

第二阶段,2004 年到 2006,获得私募资金,飞速发展阶段。

2004 年 7 月,经中国保护消费者基金会评选认可,橡果获得:"质量合格达标、放心单位"荣誉称号。

2004 年 9 月,开发建立起的 www. chinadrtv. com 这一电子商务平台,将进一步与电话营销中心实现技术连接,为广大顾客提供更高效、更优质的服务。

橡果国际秉承"客户至上、永远创新"的理念,成功建立起一套独特有效的个人消费品的开发和销售推广系统,快速、安全、宽覆盖的物流配送系统,形成了销售通路拓展与品牌经营同步、终端渠道与电话订购并行的运作模式,构筑了以北京、上海为中心,辐射全国的研发、生产、销售、服务网络。

橡果国际在 2005 年成功完成私募到软银赛福投资基金投资,具体情况如下:



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生时间	投资金额	投资机构	投资人
2005 年 12 月 28 日	800 万美元	软银赛富	周志雄、阎焱
2005 年 1 月 21 日	3,506.5 万美元	软银赛富	周志雄、阎焱
2007 年 4 月 1 日	200 万美元	深创投	N/A

橡果国际最得意的时期可以从 2005 年 1 月算起。那时，在阎焱等人的主持下，软银亚洲以 3,506.5 万美元收购了橡果国际大约 1,771 万股股票。同年 12 月，这家投资机构再次追加投资 800 万美元，总共持有橡果国际 26.33% 股权（约 2,059.2 万股股票），成为其最大股东。按照阎焱的说法，这笔投资将为软银亚洲带来不可估量的收益，物超所值。果然，在 4,300 万美元巨资的推动下，2007 年 5 月 3 日，橡果国际如愿以偿地登陆纽交所，并受到美国股民的热烈追捧。

第三阶段，成功实现上市，但由于多方面原因，市场价格走势一路向下，投资者陷入困境。

2007 年 5 月 3 日，橡果国际（Acorn International）正式宣布，其首次公开发行（IPO）美国存托凭证（ADS）价格定在每单位 ADS 为 15.50 美元。本次纽交所 IPO 将发行 770 万单位 ADS，总计募资 1.2 亿美元，上市代码为“ATV”。

根据公开材料，在发行的 770 万单位 ADS 中，橡果国际出售 670 万单位，另外 100 万单位来自献售股东。其中，每单位 ADS 代表三股普通股。橡果国际上月确定的 IPO 价格区间在 12.50 至 14.50 美元之间。由于股票在投资者中反应不错，橡果国际调高了 IPO 定价，比区间高出 1 美元。美林证券、德意志银行证券和 CIBC World Market 将承销此次 IPO。

随着橡果国际上市，曾在该公司投入 4,300 万美元的软银亚洲基础基金（SB Asia Investment Fund II LP），也将有机会实现退出。2005 年 1 月，由周志雄和阎焱主持，SAIF 收购橡果 17,709,815 股股票，每股作价 1.98 美元，总金额 3,506.5万美元。同年 12 月，SAIF 追加投资橡果国际 800 万美元，使得投资总额达到 4,300 万美元，并拥有其 26.33% 股权。本次公开发行后 SAIF 股权将降至 20.95%。

从 2005 年底开始，就一直有消息称该公司将赴纳斯达克进行 IPO。2006 年 7 月，橡果国际向纳斯达克发起第一次冲击，但上市无果。主要原因在于，中国政府当时颁布条文，禁止一些减肥和医疗产品在电视和电台进行直销宣传。此项禁令涉及橡果国际的颈部按摩仪、减肥品等热门产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

橡果国际表示,受媒体负面报道和国家有关禁令的影响,2006 年,公司净利润由 790 万美元大幅降至 380 万美元。内忧外患的橡果国际将不得不面对以下难题:如何在与投资者的矛盾全面激化之前平息他们的怒气,以及一旦它的业绩出现转机,防止被投资者抛弃。

二、各方评论

(一)中国民间资本网(2007 年 12 月 13 日):橡果国际融资成功分析

橡果国际的上市成功不仅证实了其良好的产业发展前景、成功的商业运营模式,也显示了其高超的“业务运营 + 资本运营”的手段,同时在其上市的背后,我们看到了国际投资人对中国消费概念公司 IPO 的高度追捧甚至到了狂热程度的影子。

一个企业的融资,简单地说,公司是否具有能够发现市场机会、获得较大市场份额、具有持续的竞争力和商业复制力、投资回报风险和收益。

橡果国际在 2005 年成功完成私募到软银赛福投资基金投资的 4,100 万美元,这其中体现了公司众多的成功因素:

第一,公司的商业模式比较易懂,而且在发达国家有成功的案例,如美国最大的电视直销集团之一 DIRECTV Group, Inc. 和法国最大的电视媒体销售集团 Thomson 公司,因此公司的模式比较能够获得国外风险投资基金的认可。

第二,公司商业模式的竞争优势。主要在于公司是否能领先对手尽快获得全国性的电视营销网络资源,从而获得领先优势和规模优势。

第三,公司的持续增长能力。公司的持续发展能力取决于竞争壁垒和公司是否有持续的产品支持。公司由于管理团队的超强执行力和初期的成功,使投资人看到了公司能够通过快速占领电视频道资源和精心选择系列产品来实现公司收入利润的持续增长。

第四,投资是否能够获得超额收益。公司所在的行业市场足够大,公司资本运营模式为轻型资本机构,基本无固定资产,即无固定资产建设到投产的时间成本和固定资产折旧成本,导致公司的股本回报率(ROE)十分高。

第五,实际业绩表现令投资人满意。

公司在 2004 ~ 2006 年收入和毛利年复合增长率分别达到 43.8%、44.6%。可以说,近 3 年的业绩表现,足以让投资人确信公司的商业模式可继续快速发展,且在未来长期会有较大的发展空间。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



鉴于以上的模式，橡果国际已经获得了众多投资人的认可，投资人的“火眼金睛”可见一斑。

(二)《商界评论》(2008年8月7日):被拔高的禾苗

合作之初，按照软银赛富基金合伙人周志雄的话讲，橡果国际可能代表了未来的一种投资趋势：基于和美国类似的市场机会以及不同的市场条件而设计出具有差异化的商业模式。此次风投成功似乎手到擒来，周志雄的信心也是有依据的，橡果的迷踪拳的确演练得花哨而勾魂。

根据欧睿信息咨询的调查，自2003年起，橡果国际的销售收入已位列中国最大的电视直销运营商，其电视直销节目拥有覆盖全国的影响力。通过电视直销和全国销售网络促销的最畅销的两个产品品牌——“好记星”和“背背佳”现在都已成为各自市场上最知名的品牌。以周志雄的理解，橡果国际的模式跟美国有点儿像，橡果国际的电视广告可以渗透到70%的目标客户，橡果国际是利用完全不同的频道来打造一个电视媒体平台，自己来推广产品，靠的是渗透。虽然缺少了网络购物这一块，但也属正常，毕竟在中国，互联网还没有电视那么普及，而且购买的程序又太复杂了，这些都是障碍。

而更令软银意乱情迷的是橡果国际的优势。橡果国际以电视购物为媒介，吸引了地方电视直销公司成为公司股东，把橡果国际与地方电视直销公司的利益绑到了一起，通过这种合作，橡果国际扩大了自己的影响。

周志雄按捺不住涌动的资本冲动，于是出现了“软橡”喜结连理的结果。2005年软银赛富投资3,500万美元给橡果国际，成为其唯一投资人。“橡果的商业模式，像携程网和前程无忧一样，是美国模式加中国特色的商业模式”，作为投资人，周志雄充分认可了橡果的发展战略和“可持续发展”的商业模式。思索如何突破电视直销的壁垒，将橡果国际打造成一个“全国最大的新产品和新服务的推广平台”，成了双方共同的约定。

可好景不长，一贯低调的橡果国际突然陷入舆论围攻中。2006年8月，对橡果国际来说是黑色的。当时，国家出台了政策，从是年8月1日起，禁止播放药品、医疗器械、丰胸、减肥、增高五类产品的电视直销广告。在此禁令下，橡果国际停播了销量不错的相关产品，相应的营业额也锐减。屋漏偏遭连阴雨，就在这时，有关橡果国际丰胸等产品无效果以及暴利的消费投诉此起彼伏。一些媒体记者也根据调查写了诸多不利于橡果的负面报道。一时间，橡果国际在舆论中成了暴利的骗子公司。

橡果国际成为众矢之的，或许更同中国电视购物运营商的不自重有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电视购物主要有两种呈现形式。一是信息转达式，主要叙述产品功能和怎么使用，通常节目长达15分钟以上；一是广告模式，时长通常在15分钟以内，主要强化产品卖点。国内的电视购物公司主要采取后一种模式，橡果也不例外。在采用广告模式时，不少国内电视购物企业都极力夸大产品的功效，极力吹捧性价比之高，当消费者拿到产品后，通常都会有上当受骗的感觉。此外，由于中外一些制度上的差异，也导致中国电视购物有些“变异”。中国的电视频道不能被租用，橡果国际等国内的电视购物广告，通常采取循环播放方式，长达十多分钟的广告在非黄金时段通过数十乃至上百个电视频道，一遍又一遍地强制性地推送给消费者，让部分消费者比较反感。

其后，以舆论风波为引爆点的又一轮关于电视购物的反思引起了香港和海外相关投资者的注意，并对此进行了调查。尽管事后证明，很多投诉事件是张冠李戴，并非橡果国际所售产品。不过，中国的电视购物行业已被舆论妖魔化，橡果国际持续的赢利能力也让一些谨慎的投资者担忧。

说橡果的上市之路，是被国际投资顾问推动着走的，或者说是被拔高的禾苗，也许并不为过。

一个细节也许能说明问题。橡果国际在“黑八”后纽交所成功上市当天，纽交所CEO特意向橡果国际高层表达了祝贺。可当橡果国际的高层凯旋时，网友们却朝橡果国际大泼冷水。导致橡果国际在海内外冰火两重天的根本原因，就是橡果国际所在产业在中美成熟度和认知上的差异。橡果国际所属的业态是电视购物，这在美国已非常成熟，早在20世纪80年代，美国就有QVC等电视购物企业上市，且多年来业绩一直稳健增长。然而，电视购物在中国不仅不太成熟，且饱受非议。

这种不适当的拔苗助长，也许不难制造一时的资本神话，但是从持续赢利角度讲，泡沫破裂是必然的。华尔街最终看的还是企业的财务报表，以及绘制财务报表的模式路径。

（三）《南方都市报》（2008年9月5日）：电视购物套牢风险投资　橡果国际股价只剩下零头

名噪一时的电视购物如今牢牢地套住了软银等众多投资人。作为行业先行者，在纽交所上市的橡果国际昨日的股价仅为7.93美元，较2007年最高价每股28美元，目前已跌成零头。无独有偶，香港上市的七星购物由于巨额广告投入，最新财报显示巨亏3.8亿港元，股价更一度跌到0.1港元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



两家公司的跌幅均远弱于市场当期走势，是市场大环境使然，还是电视购物模式的固有瓶颈？行业拓荒者正在努力通过转型线下寻求答案，而新近加入者则期望自成一套并后来居上。中国电视购物这个新兴行业，为什么不少公司瞬间从“暴利行业”的队伍投身为“垃圾股”？

曾经成功把背背佳、好记星等产品送到数十万消费者手中的橡果国际，如今让投资人看不到希望。如果考虑上美元贬值及资本使用效率等因素，软银赛富对于橡果国际4,300万美元的投资已几无可赚。据媒体报道，对于橡果国际赢利下滑、股价低迷的局面，投资人代表在不久前召开的橡果国际董事会上已经指出，公司管理层必须改变目前的模式，寻求业务转型。

橡果国际国际公关部负责人王凯表示，橡果不是本轮电视购物困局中唯一一家。不过，眼下的困境与两年前有所不同。据了解，2006年8月，国家正式对部分电视购物节目实施禁播令，涉及增高、丰胸等5类产品。而当时，这些产品至少占据了整个电视购物行业的半壁江山。至少两成的电视购物企业因此倒闭。

王凯称，目前的股价表现主要由于市场大环境正处于熊市期，很多公司都已经跌破了IPO的价格。另一方面，假冒伪劣产品以及不规范竞争造成消费者信心大幅下降，从而影响到整个行业的发展，这也是目前行业所面临的最大的挑战。

在这样的压力下，橡果也开始积极转型。据王凯介绍，2008年上半年，公司对产品线和市场战略做出相应的调整，在直销平台上增加了可持续性消费产品的比重，比如化妆品和收藏类产品，从而丰富了自己的产品线，也使整体毛利率有所上升。另一方面，橡果也正和有关部门商讨出台相关行业政策法规，积极引导市场健康发展。

七星购物有关负责人在解释财报巨亏的时候也表示，将考虑以上海为第一个试点城市，进行从电视购物到集电视购物、网购和邮购为一体的“空中卖场”模式的转型，成为“空中沃尔玛”。

对于橡果国际目前的现状，软银赛富等投资人的观点是，橡果国际最大的问题在于，经营模式太过保守，重点销售的产品大多采取自家买断的方式，将更多的好产品拒之门外，没能真正起到电视购物平台的作用。软银赛富更希望橡果国际跟国际品牌合作，走轻资产路线。

但是，这种路线也让橡果国际颇为犯难。在橡果看来，国际品牌的确有他们的优势，也曾经开展过合作，但是国际品牌商的推广渠道大多非常丰富，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的品牌推广要求也不是很多，从而给橡果国际可利用或可发挥的空间也就相对窄小。

实力传播集团突破传播中国区首席执行官郑香霖认为，近两年随着互联网的异军突起，网民人数陡增200%，越来越多的受众喜欢搜索比较，发帖找人团购，享受价格优惠，然后进行网购。与网络营销模式相比，电视购物最初进入公众视野的“产品独特”和“价格便宜”两大优势越来越不明显。在互联网的强大冲击下，电视购物面临发展瓶颈已是必然。在这样的情况下，即便出台相关法规，也仅仅在大大小小电视购物经销商家的内部竞争中产生影响，而对于互联网、实体零售等外部竞争环境，电视购物行业法规是力所难及。

（四）《中国企业家》（2008年10月）：苦涩的橡果：保守导致扩张放缓

一个是本土最大的电视购物企业，一个是本土最大的风险投资商，一个是亚洲的明星分析师，究竟是什么问题导致一个被寄予厚望的公司令人失望至极？

2005年1月，赛富向橡果投资了4,300万美元，开辟了VC投资电视购物行业的先河。这看上去是一个值得期待的投资案例。电视购物是一个诱人的行业，但在国内的零售销售总量中只占0.2%，而美国和日本、韩国电视购物相应的比重都在8%以上，增长潜力貌似巨大。

橡果的特色模式让一心追求独特的周志雄很兴奋。周是当年赛富投资橡果的负责人，现已离开赛富。周曾表示：“我一直对直接营销模式非常感兴趣，橡果的商业模式像携程和前程无忧一样是美国模式+中国特色的商业模式。”

这确实是一个独特的商业模式。橡果试图打造一个立体的购物平台，通过播放电视购物广告，向消费者清晰传达产品的种种功能和卖点，消费者可以通过电话呼叫中心、网络、邮购目录、店面等诸多渠道购买商品。在胡煜君看来，这个模式的最大优点是可以避免单一渠道的波动性。

此外，橡果还拥有自有品牌，其将单个品牌做得家喻户晓后，其与商家的合作期满后依然享有一手打造出的品牌价值。同时，橡果还收购了数家企业，掌控产品设计、制造等环节，理论上可以更好地把握产品的品质，更好地跟消费者需求结合。橡果还曾计划每年收购一些中小企业，利用平台孵化出一些品牌，成熟后就剥离出去成为独立公司。胡煜君将之称为“品牌孵化器”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个商业模式当初得到了赛富的认可。橡果创始人杨东杰回忆:“我们的想法和他们的看法是一致的”,这也是橡果接受赛富投资的前提,“如果在模式上有分歧,那迟早会出问题”。此前,阎焱向本刊记者肯定了橡果此前的并购,认为并购好记星、操盘手软件都很赚钱。“不拥有品牌,只是替别人销售,短期看没问题,长期来看就有问题。”阎焱说。

这种并购导致了橡果当年的营业收入比上一年有50%以上的增长。然而,橡果此后的并购步伐为何放缓?业界盛传,橡果最大的单一股东赛富对橡果自有品牌以及并购企业的非轻资产策略不满。

胡煜君却不赞同。他说,橡果之所以没有把并购扩张的步伐继续下去,可能跟团队的保守以及客观因素相关。橡果一直都在积极寻找并购目标,甚至打算组建一个专门的投资团队。胡曾看中直销钻石的市场前景,想找一家企业来投资,却发现行业前5名都有VC进去,价格高得吓人。胡煜君感叹,“整个中国,风险投资这么热,你去买企业的时候,VC都给十倍八倍的市盈率,你可能要给15倍。”

这种高估值决定了精明而保守的胡在寻找合适的对象时需要花更多的时间,能选择的对象也更加少。胡煜君也曾考虑过江南春并购聚众的手法,不仅自身扩张,还消灭了恶性竞争对手。只是胡发现乱如麻团的电视购物行业充满了欺骗,大多企业没有持续经营的理念,并没有多少并购价值。

在购买更多的广告资源上,胡也很谨慎,总是强调评估媒体回报率,在媒体价格上涨时,橡果不仅没扩张,反而减少了一些频道的广告时间。在销售更多品类的产品方面,橡果步伐也不是太快。胡一心想将自己的手机领域开创与企业深度合作,由企业分担一部分广告费的模式复制到更多领域。只是合作企业的接受需要时间,短期看来进展比较缓慢。

这或许是个因果循环。橡果扩张速度之慢导致了其股价低迷,从而使得橡果无法用股票,只能用现金去收购。这决定了橡果只能放弃价格高的企业。上市之后的橡果似乎没有充分地去利用资本市场的价值,这是很多投资人不愿意看到的。橡果去年IPO融了1亿多美元,至今还有8,000多万美元躺在账面上,目前橡果手头的现金有1.5亿美元左右。

让人感到意外的是,善于投资的阎焱并没有怎么向管理层传授投资之道。这与江南春并购时,有个投资人组成的智囊团不同。这或许与赛富的投资风格有关,他进入橡果时曾对胡煜君说:“我不能让你做什么,但是能让你不做什么。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评1

基本是耐着性子看完所有关于"橡果国际"的报道,可想而知,它在老百姓中的形象是多么让人受不了。我们来分析一下橡果的产生条件,首先,就是有发达的广电网络作为生存的平台,中国完全符合这个条件;其次,就是它的服务对象的定位,就是一群习惯并愿意把时间消耗在电视机前的有闲一族,而在中国是存在这种人群的,因为有大量低效率的国企员工和公务员。这就是为什么橡果能在中国迅速发迹的基础。

本书点评2

为什么橡果又很快亏损呢?是咎由自取,也是必然。可谓成也电视,败也电视。有一点大家必须知道,电视媒体在中国是政府垄断经营的,橡果这种依靠电视密集地毯式轰炸的成本可以想象。电视广告时间的成本大,而橡果是没有议价能力的,并且还要依赖这个垄断行业生存。这就决定了橡果的产品价格不可能低。忽悠一时可以,但是忽悠一世就不可以,而高昂的广告成本就注定橡果们要夸大商品功效说假话来维护商品的高价格。况且再新、再奇、再特的商品如果有市场,会引来成群的跟随者,抢占市场。橡果的商品成了市场的探雷器。

本书点评3

从产品定位上来说,愿意把时间花在电视机前的人,就不可能是高端客户群,在中国,穷人们穷得只剩下时间了。橡果们的广告产品的高价格,就是找死。谁从橡果们的经营中获利最大且没有风险呢?只有从中央到地方的各级电视台了。至于那些在橡果们的渠道中的广告商品厂家,即使能获利也是短期的,大部分是捞一把就跑的短线型选手,可能更多的是亏损,最终我们很难再见到那些产品或品牌了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四十五章　携程:风险投资巨资注入旅行网

一、案例背景

(一)公司简介

携程旅行网创立于1999年,总部设在中国上海,目前已在北京、广州、深圳、成都、杭州、厦门、青岛、南京、武汉、沈阳等10个城市设立分公司,员工超过5000人。

携程旅行网于2003年12月9日在美国纳斯达克成功上市。作为中国领先的综合性旅行服务公司,携程旅行网向超过一千余万注册会员提供包括酒店预订、机票预订、度假预订、商旅管理、特惠商户以及旅游资讯在内的全方位旅行服务。目前,携程旅行网拥有国内外五千余家会员酒店可供预订,是中国领先的酒店预订服务中心,每月酒店预订量达到五十余万间夜。在机票预订方面,携程旅行网是中国领先的机票预订服务平台,覆盖国内外所有航线,并在四十五个大中城市提供免费送机票服务,每月出票量四十余万张。

作为中国领先的在线旅行服务公司,携程旅行网成功整合了高科技产业与传统旅行业,向超过1400万会员提供集酒店预订、机票预订、度假预订、商旅管理、特惠商户及旅游资讯在内的全方位旅行服务,被誉为互联网和传统旅游无缝结合的典范。

凭借稳定的业务发展和优异的赢利能力,携程旅行网于2003年12月在美国纳斯达克成功上市。

携程旅行网的度假超市提供近千条度假线路,覆盖海内外众多目的地,并且提供从北京、上海、广州、深圳、杭州、成都六地出发,是中国领先的度假旅行服务网络,每月为万余人次提供度假服务。携程旅行网的VIP会员还可在全国主要商旅城市的近三千家特惠商户享受低至六折的消费优惠。携程旅行网除了在自身网站上提供丰富的旅游资讯外,还委托出版了旅游丛书《携程走中国》,并委托发行旅游月刊杂志《携程自由行》。

携程目前占据中国在线旅游50%以上市场份额,是绝对的市场领导者。目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前主要竞争对手有：目前已被全球第一大在线旅行公司 Expedia 控股的 e 龙，以及分别背靠大型国有控股旅游集团，拥有雄厚的资金保障和丰富的旅游资源的遨游网和芒果网。但三大竞争对手目前尚不具备足够的与携程正面对抗的实力。

携程公布，2007 年毛利率为 80%，与 2006 年基本持平；净利润为 4.44 亿元，不计股权奖励支出（不按照美国通用会计准则）的净利润为 4.85 亿元，比 2006 年增长 64%。其中，酒店预订业务仍然是携程收入的最大来源。该业务的营收为 6.77 亿元（约合 9,300 万美元），比 2006 年增长 42%，在携程 2007 年总营收中所占比例为 53%，不过低于 2006 年的 57%。机票预订业务营收为 5.03亿元（约合 6,900 万美元），比 2006 年增长 72%，在携程 2007 年营收中所占比例为 39%，高于 2006 年的 35%。度假产品营收为 7,100 万元（约合 1,000 万美元），比 2006 年增长 71%，在携程 2007 年营收中所占比例为 6%，高于 2006 年的 5%。

2008 全年，携程净营收增长了 24%，酒店预订业务增长了 30%，机票预订业务同比增长了 31%，旅游业务收入同比增长 53%。2008 年公司的酒店网络进一步扩大，拥有约 7700 家加盟酒店，2007 年为 6000 家。同时公司还加强了与酒店的合作，截至 2008 年年底，超过 60% 的加盟酒店与携程签署了担保协议。公司通过各种渠道加速争夺客户的步伐，截至 2008 年年底，累计活跃客户数达到 620 万。公司的技术力量使我们能运营规模非常大的业务，提供高效的客户服务。2008 年，继续在技术平台上投资，发布了英文网站、旅游目的地网站、酒店网站、商旅网站，是中国最大的旅行网站。表 45－1 为呈现了携程近 3 年的财务业绩，图 45－1 呈现了净利润的变化情况。

表 45－1 携程年度财务业绩表

		2008 年第 3 季度	2007 年	2006 年
利润表	总收入	396.33	1,482.01	1,199.11
	毛利总额	287.57	1,099.43	927.07
	净利润	121	444.11	398.32
资产负债表	流动资产总额	1,631	1631.31	1,547.64
	资产总额	2,561	2560.57	2,124.94
	流动负债总额	626.04	626.04	672.04
	负债总额	62948.00%	629.48	674.83
	股东权益合计	1,931.09	1,931.09	1,450.12



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



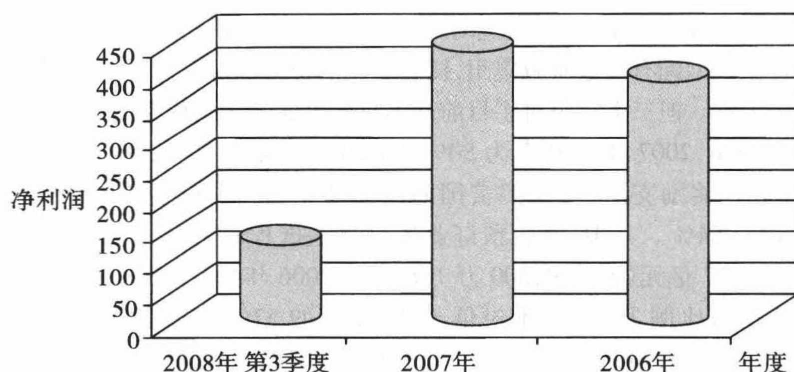


图 45－1　携程净利润增长图

(二)公司发展沿革

携程旅行网陆续接受了三次风险投资，其中包括多家国内外知名的创业基金，如 IDG、日本软银（Softbank）、晨兴集团（Morningside）、兰花集团（Orchid Asia）、上海实业（Shanghai Industrial Technology Ventures）以及后来的凯雷集团（Carlyle Group）。

作为携程的首轮融资投资商，IDG 在公司成立 3 月后即接受了携程的草案，并决定投入第一笔风险资金 50 万美元。同时，携程的估价被提升至 200 万美元，这个数字是携程成立时的 8 倍。IDG 合伙人章苏阳说，在 IDG 更看中的是项目本身以及高层团队。

携程在美国 NASDAQ 成功上市后，各路风险投资完成了各自的使命后均相继退出。表 45－2 总结了携程历次风险投资输入的情况和相关用途以及风险资本的退出情况。互联网作为一种技术，要植根于传统产业，让技术优势转化为产业优势，从而超越传统企业。为了脚踏实地地从事实业运作，携程开始了一连串的兼并及收购。表 45－3 总结了携程历次并购情况。

表 45－2　携程风险投资历程

轮次	风险投资时间	风险投资方	风险投资的主要用途
第一轮投资	1999 年 10 月	IDG 投入种子资本	启动携程网的初期运行
第二轮投资	2000 年 3 月	由软银、上实、IDG、晨兴以及兰花等组成的投资集团	实现对国内最早、最大的订房中心——现代运通的整体收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

轮次	风险投资时间	风险投资方	风险投资的主要用途
第三轮投资	2000 年 10 月	美国凯雷，日本软银及 IDG	完成对北京海岸航空服务公司的业务收购
退出	从 2004 年开始，风险投资相继退出		

来源：《上海管理科学》2008 年第一期《携程旅行网案例》

表 45 - 3　携程并购历程

收购轮次	收购时间	收购对象	收购主要意义
第一轮	2000 年 10 月	北京现代运通	进入宾馆预订业务，成为携程第一个利润中心
第二轮	2002 年 3 月	北京海岸航空服务公司	进入机票预订业务
第三轮	2004 年 2 月	华程西南旅行社	开始进入旅游市场
第四轮	2004 年 2 月	翠明国际旅行社全部业务	获得旅行社从业资质
第五轮	2006 年 2 月	台湾易游网	获得台湾第一大旅游网的部分股权，为今后在台旅游业务的发展奠定了基础

来源册：《上海管理科学》2008 年第一期《携程旅行网案例》

2000 年 10 月，携程用数百万的现金加期权的方式收购了国内最早、最大的传统电话订房中心——北京“现代运通”。这次并购不仅以最少的资金获得了相对成熟的业务，同时携程找到了自己第一个赢利中心，获得了宝贵的人才资源，最重要的是引起了合作伙伴的关注。2002 年交易量再翻一番，成为了中国最大的宾馆分销商。在吸收了来自凯雷等的第三轮的投资之后，携程此时的估价已经今非昔比。携程开始了新的业务发展计划。2002 年 4 月，携程再度并购了北京海岸航空服务公司，向业内发出信号：携程将进入机票分销市场。作为北京最大的呼叫中心，并购海岸同样为携程带来了重要的呼叫中心（call - center）技术。另外，海岸的管理团队加盟携程更是如虎添翼，携程的流程再造也随即启动了。但携程的脚步并非驻留于此。携程高管认为：自助旅游一定会是将来中国人旅行的最主要方法，自由度大，旅行服务公司可以根据个人的爱好与



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特点设计最佳的旅行套餐,达到最佳的旅行目的。在携程参股华程西南旅行社后,2004 年 2 月 25 日,携程翠明国际旅行社正式揭牌。它暗示着国内最大的旅游服务网站——携程旅行网将正式涉足度假旅游业务。目前,携程网已经授权携程翠明国旅使用该企业的"CTR"。

二、各方评述汇集

(一)《财经时报》(2003 年 12 月):携程网 = 风险投资 + 海外上市

2003 年 12 月 10 日,成立仅仅四年多的创业型公司携程网在美国纳斯达克成功上市,携程网也随即成为中国互联网第二轮海外上市的一个成功典范。作为一家年轻的创业型企业,携程网是如何一步步取得投资者青睐的呢?在中欧的课堂上,携程网首席运营官也是携程网创始人之一的范敏,与携程网的第一家风险投资商 IDG 集团的技术创投基金副总裁章苏阳一起回顾了他们的第一次合作。

1. 创业角度:对投资方要讲信用

五年前,美国密歇根大学的帕帕拉教授来华,一位老师曾这样问:您认为中国企业家在哪些地方最需要提高?教授略加思索即答道:想象力!中国企业家最缺乏的就是想象力!范敏说,我们这个时代,奇迹无处不在,只有想不到,没有做不到,从中国制造到中国创造只有一步之遥,这最后一步就是想象力,携程网就是一个最佳的例子。

2000 年,携程网成立之初,第一个目标是成为中国最大的酒店信息服务预订平台。当时这种想法可谓前无古人,但这样的背景恰恰提供了一个成长的机会,携程网的创业者比较敏锐地看到了这一点,以酒店作为第一个突破口切入市场,从而开创了一个新的行业。

但任何创业型公司如果想迅速做大,仅仅依靠自己的资金都是不够的,当时携程的创业者们认为第一轮投资非常重要,就好像婴儿过了满月就可以挺过去,否则就会夭折。

范敏说,当初他跟 IDG 谈的时候,感觉最重要的是要讲清楚携程的真正价值,讲清楚携程网的商业模式,还有就是介绍我们创业团队的价值,这是很重要的。

从另外一方面来看,在最早谈的时候一定要把对方看成是一个合作伙伴,要把信心告诉对方。因为投资方尤其是风险投资方,投入到企业要承担非常大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的风险,但是企业发展方向对于他们来说又是信息不对称的,作为一个企业老总来说,一方面,要把自己的企业卖个好价钱,另一方面,又要把自己的所有情况跟投资方讲清楚,在一个平等合作的基础上,在一个信用的基础上才能谈成,如果没有信用的话,大家相互钩心斗角,是谈不成的。

2. 投资角度:风险投资以人为本

风险投资,这种多少有点儿类似于赌博的游戏,归根结底投的到底是什么呢? 让 IDG 的章苏阳先生来现身说法。用章先生的话来说,风险投资的投资要素,第一是人,第二是人,第三还是人。在人力这方面的评价过关之后,才谈得上市场和技术,因为技术是客观的东西,人力资源才是最根本的。IDG 之所以选择了携程网,最重要的是基于几位创业者以前的履历,基于他们以前,在各自岗位的成功。当时携程的几位创始人,在组建公司以前在各自领域里已经做到相当不错的状态,而且在创建公司时已经互相认识和了解,不像那些临时组建的团队,很容易发生摩擦和冲突。另外他们挑对了时机,他们要做的东西在美国当时正好有一个相对成功的东西。

有人认为,风险投资投的是一个点子,也有人认为,只有高科技才能赢得风险投资的青睐,这些观点都是有偏差的。风险投资家也习惯于引用麦克波特教授的五个方面来分析和判断创业者的未来——你的消费者是谁,你的供应商是谁,你的进入门槛有多高,行业内被替代的可能性有多大,整个行业竞争氛围如何。如果一个企业这五个分析做的都比较好,就能赢得最终的胜利。

(二)《创业经济》(2005 年 11 期):携程的奇迹

当电子商务泡沫慢慢湮灭,众多旅游网站面临着生存或是死亡的痛苦抉择时,携程旅游网却一枝独秀,一再受到风险投资的青睐。没有了资金周转的困扰,携程的创业者们将先进的互联网技术应用于传统的旅游行业,潜心打造中国旅游门户网站的第一品牌。从网站设立,到纳斯达克挂牌上市,短短的四年时间,携程旅游网的创业者们获得了极大的成功。

这样一个令人称道的创业故事,其成功可谓奇迹。但奇迹的发生绝非偶然。追踪携程旅游网的发展历程,我们发现了诸多促其成功的必然因素。

首先,是有一个好的创业构思。一次偶然的触网,让季琦在心底播下了互联网创业的种子,他意识到互联网是一个能够给人带来巨大机会的事物,同时也是一个能够使人的全部潜力得到至高无限上升的场所时,他义无反顾地选择了互联网创业。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其次，是有一个好的市场切入点。对于季琦和他的创业伙伴们来说，如何开始其互联网创业之旅，关键是要选择一个好的市场切入点。凭着对新经济的理解和把握，他们将先进的互联网技术应用于传统的旅游行业，做一个向大众提供旅游服务的电子商务网站，成为其互联网创业的市场切入点。

第三，是要有资源优势。对于一个新经济模式下，以互联网为载体提供中介服务的企业，最关键的资源有两项：知识与人。而这两项资源正是携程的创业团队所掌握的，无论是季琦、梁建章，还是沈南鹏，当市场营销高手、计算机专才、资本运营家聚在一起共同创业时，每个人的优势都得到最大限度的发挥，风险投资之所以乐于投资，其原因也在于此知本与资本最有效的结合发挥效用，是携程旅游网的创业者们获得成功的最关键因素。

第四，是要持续创新。作为以互联网为载体提供旅游中介服务的企业，携程旅游网充分将新技术与传统服务手段相结合，发挥其各自的优势。在务实方面，携程将订房、订票、线路三大业务相结合；在创新方面，携程致力于建立新的商业模型，从战略发展的角度考虑更多的资源整合，包括收购传统企业以及网站之间的购并。

携程将互联网、IT 技术运用到这个传统行业里，对营销方式、流程化、质量分析、呼叫中心等方面进行不断创新；而在风险规避方面，携程更多地依靠传统的资金结算方式，较好地规避了目前国内物流体系薄弱，信用制度尚未健全所可能造成的风险。在旅游业竞争越来越激烈的今天，如何保证携程旅游网能够继续在业内保持领先半步的优势，以更有特色的经营模式、更加有效的管理、更好地服务，创造更大的赢利空间，更好地回报股东，回报社会，是携程旅游网高级经理人团队孜孜追求的奋斗目标。

（三）《新营销》(2008 年 7 月)：携程：从硬销到诱销

一边是庞大的会员群体，一边是从酒店和航空公司获取更低的折扣，这就是携程的商业模式。这个商业模式诞生在互联网如日中天的 1999 年。四个出身背景全然不同的创始人在上海决心创业，大方向是电子商务，每个人都提出了自己精心设计的商业模式，最终进入旅游业的建议战胜了另外两个——网上书店和建材超市。于是，以互联网技术整合旅游业的携程诞生了。

时至今日，在存活率极低的网络公司中，携程已发展成为中国最大的在线旅游服务公司，并努力打造中国人自己的“旅游帝国”。不久前，携程开始变招，在南京、杭州、成都等机场推出了全新的“携程度假体验中心”，密谋一年的品牌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推广新策略渐渐浮出水面。

这正应验了携程 CEO 范敏曾经说过的话:在线旅行服务行业发展到今天,回归管理和营销层面的竞争是个必然趋势。

1. 当终端拦截遭遇“审美疲劳”

“你好,这是携程免费赠送的旅行会员卡。”在北京首都机场,一个身着黑蓝色西装的小伙子正向匆匆走过的旅客发放会员卡。近年来,这样的场景在中国主要城市的机场、商业区随处可见。着装各异的发卡一族在中国正在成为一个新的职业,而这种终端拦截战术最初就是由携程开始采用的。在携程,这样的发卡一族构成的人海战术形成了营销的一个前端战场。而在上海携程总部,一个上千人规模的电话呼叫中心是其后端战场。应该说,最初,终端拦截是行之有效的营销手段,通过携程孜孜不倦地大规模拦截,的确吸引了众多会员,尤其是商务差旅客户,他们对携程会员卡的使用频率很高。

但是,随着加入发卡行列的机构越来越多,形式上的模仿让这种手段不可避免地遇到“审美疲劳”:有的旅客甚至正直线走着,一看到发卡人员来了便马上绕一个弯道然后继续走;有的经常乘坐飞机的已有会员卡的“老熟客”则干脆一手麻利地接过,二话不说扔进包里,快步离开,可那张卡却说不定已经被扔进了垃圾桶……

“由携程开创的这种‘硬销’推广模式正在沦为‘鸡肋’,不大量发放会员卡的话,没办法获得下游客户,但发卡的效果已经降到了最低点。虽然未来发放会员卡还会是网络服务公司获取下游客户的重要手段,但推广方式必须进行改进和创新。采取更加精准的方式进行推广可能是最有效的方式,对某些特定的人群进行推广,在特定的地点进行推广,在特殊的时间进行推广,等等。推广方式的核心是窄众,而不是见人就发放会员卡的大众推广行为。”铭泰铭观咨询机构侯军伟指出。

2. 从空中战到地面渗透

日前,携程已经作出了改变,不再单纯依靠发放会员卡的方式。曹先生是典型的“空中飞人”。上周,当他在南京禄口机场候机时,发现这里新开了一家“携程度假体验中心”,店面装修风格明快,店里摆放着几台笔记本电脑,穿戴整齐的工作人员来回走动请客人使用电脑,教他们如何上携程网预订酒店、机票或是度假产品,销售柜台则成了“陪衬”。同时,现场正在举办“玩转长周末”互动活动,客人有机会赢取小礼品。曹先生用一张名片换了一本《携程自由行》



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



杂志。

“我们的度假体验中心和普通意义上的销售柜台不同，更不是销售柜台的升级版。”张迪说。张迪是“携程度假体验中心”的工作人员，“销售柜台面积小，主要是给销售人员做个基地。现在的度假体验中心不但面积更大，也更气派，公司请了专业人员进行设计装潢，这里的设备好，功能更多，客人可以使用这里的笔记本电脑直接下单预订酒店床位、机票和名目繁多的度假产品。”

虽然度假体验中心会对销售带来很大帮助，但“携程度假体验中心”的工作人员却不是携程的销售人员，没有销售指标，销售部依然有专门的人员在机场内发放会员卡，并会把客人带到这里进行亲身体验。正是因为没有销售压力，“携程度假体验中心”的工作人员不会像一般的销售人员那样喋喋不休地“推销”，在用户体验方面可以取得更好的诱人效果。

携程是如何找到这个突破口的？从酝酿到实施，携程市场营销副总裁汤澜坦言，这个过程大约花了一年多时间。他说：“起初是看到一些数码品牌设立了体验店，于是我们就想我们的度假产品也可以尝试这种形式。毕竟发放会员卡的方法已经被越来越多的公司所模仿，就我们自己而言，也需要突破，并且到了该突破的时候了。”

“体验中心的目的就是让客人亲身感受网上预订服务，而不是靠空洞的口头说服。进入体验中心的客人本身就是对携程或对度假产品有兴趣的人，邀请他们上网体验预订服务，有利于他们更直观地了解携程的产品。”一位携程内部人士这样说。把形象从空中转移至地面，离目标消费者更近一点，携程并不是唯一的在线旅游商。

e 龙在今年 3 月底开设了自己的第一家实体店，而芒果网则致力于原有地面资源的整合。业内人士认为，这些举动表明，在线旅游商已不再局限于原有的单一推广策略，对客户需求的理解正在从产品逐渐向服务过渡，强调客户的体验和面对面服务，而这正是传统旅行社的强项。实体店的出现正是在线旅游商向传统旅行社学习的成果之一，不过它们的侧重点有所不同。

携程和 e 龙集中在机场建设体验中心，而芒果网则是从传统旅行社改造而来的营业网点及柜台。值得注意的是，传统旅行社也在改变自己的营销方式，扩大连锁店规模、开展在线销售。可以预见的是，随着业务的扩展和营销模式的互相学习，未来在线旅游和传统旅行社的模式愈发趋同，双方努力靠近并尽力争夺的都是终端消费者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3."品牌体验"折射携程销售心理的变化

就在2007年7月,携程的直接竞争对手e龙不再开展度假业务,原因是无法赢利。芒果网也在经营少量度假业务,但由于前期投入巨大,至今尚未赢利。2008年3月,芒果网调整了经营策略,宣称暂时不打算扩大度假业务,主打散客市场。尽管在线旅游度假业务遇到了冷空气,度假产品却被携程称为"战略级种子业务"。

的确,在某种意义上度假体验中心的建立是携程为其发展度假业务所做的重要布局,但绝不仅仅如此,携程对于度假体验中心有着更大的期待。"各大机场是携程目标客户最为集中的地方,携程选择在机场建立度假体验中心,也是希望借此实现品牌推广和营销方法的转型,全面提升品牌形象。"

"度假体验中心是携程服务的延伸,与一般旅行社不同,携程没有具体的门店,客人对携程的印象只来自于网站与电话服务,有了度假体验中心后,携程可以借助它展示携程专业化、高品质服务的形象,这也是体验经济的一种。"汤澜说。

"携程开设体验中心是一种进步。携程提供的服务产品(旅行、住宿等)原本就有着很强的体验性,如今与现场体验中心相结合,效果肯定会更好。携程度假体验中心更多地发挥着品牌传播、提升品牌美誉度的作用。"侯军伟指出,携程的这一举动表明其营销策略有了重大突破,也折射出其销售心理的巨大变化。

(四)《数字商业时代》(2009年3月):携程:十年之痒

今年9月,携程将迎来10周岁生日。经济环境变了,利润空间变了,用户需求变了。携程旅行网迎来10周岁生日。员工们期待着一个盛大的庆典,但更期待的是四位创始人重新聚首。梁建章、季琦、沈南鹏、范敏四位创始人曾被誉为"第一团队",他们以近乎完美的团队协作,先后缔造了携程、如家两家上市公司,其锋芒、默契程度可谓举世无双。5周岁时的携程风光无限,眼下却正面对竞争者的追赶和合作者的诟病。去年末,携程状告旅游垂直搜索网站"去哪儿";今年3月,格林豪泰因被携程封杀而将携程告上法庭;两会期间,东航高层不满携程占据的高额佣金,直言公司在为携程打工。

一些合作伙伴对今天的携程满怀复杂情绪。一位接近携程的人士表示,一些合作者对"大块头"的携程"既爱又恨:离不开他,巴结他,但也要防着他。"

创立仅4年就在纳斯达克上市,2007年底就已占据中国在线旅游市场五成份额,携程迅速成长为在线旅游预订业的老大,与合作公司的摩擦也不断升级。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济低迷、上下游利益分配的纠纷只是海浪上的浮沫，携程被推向舆论的旋涡，根源不是携程变了，恰恰是在互联网重构商业秩序的今天，携程 10 年间赖以生存的利润模式受到了新的挑战。

1. 消费者变化携程模式遭遇挑战

早在携程创始之初，它的缔造者就对今天的困境有过清晰预见。现任携程董事长的梁建章在携程创立当年写就的《网络社会的崛起》一书中说：在商场上不是简单的敌和友，而是一群既相互依赖、又相互竞争的生物种群，形成一个生态系统。企业要成功，必须选择一个不断扩大的生态链，把握正确的企业伙伴策略。

眼下，率先起来"造反"的，正是携程的合作伙伴：经济连锁酒店格林豪泰在其 4 周年庆典期间，推出了比携程更优惠的促销活动，携程遂封杀格林豪泰，将其下线，官司由此而生。

携程 CEO 范敏曾说，好的中介服务企业是可以有效规范行业运作规则的。这种中介模式的出现，首先，改变了信息不对称的状态，整个价格体系更加公开和透明，这对酒店业的良性发展很有好处；其次，从分销手段来说，携程开发的订房系统 E－BOOK，可以让酒店进入该系统监控他们的房间数量、价格，省却了传真确认等传统的预订环节，这个电子化的过程，进一步帮助酒店降低了分销成本。

2. 入侵者袭来利用网络获得优势

除去一些低成本、低风险的"小动作"，酒店还一直尝试从根本上给自己"松绑"。格林豪泰也早就开始为自己的明天打算："酒店早在两年前就意识到网络营销的巨大力量和变革性意义，并将 2008 年作为酒店的'网络营销年'，加大了对网络营销的建设力度。"徐丹说。

这似乎与东航董事长刘绍勇的思维如出一辙。他向媒体报料，"如果航空公司的信息化上不去，就是在为携程、e 龙打工。"

携程对此的回答是，"我们的佣金比例和其他机票代理接近。携程从机票预订所获得的收入相对更多，是因为我们的预订量比其他机票代理要更多，是多劳多得。"

自 2008 年下半年开始，中国网络购物突然井喷：这一年，中国网购用户达到 1.2 亿，同比增长 185%。越来越多的中国人开始习惯于在网上搜索自己心仪的商品——尤其是低价商品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让与携程不同模式的互联网企业获得了极大的生存空间，旅游类垂直搜索引擎“去哪儿”“快乐 e 行”商旅网站等对手突然迎来了机会。

以快乐 e 行为代表的一批网站，创造了与携程截然不同的利润模式：做酒店和航空公司的直销平台，而非渠道商。

携程绝非未对自身的模式进行深入思考，或许只是在快速发展之中，无暇顾及潜在的危机，并适时调整。身为上市公司的携程也必须向投资者呈交一份漂亮的财报，这让他们在佣金问题上寸土必争。在低调而谨慎的范敏心中，客户永远是第一位，携程必须保证为消费者提供最低折扣的酒店和机票，因而他们在和上游博弈时，有时难免显得强势。

但在范敏内心，是绝不希望看到携程与酒店和航空公司的争端的，他甚至不愿看到合作伙伴受到冷落。范敏一直在内部强调要好好接待酒店，不能让人坐冷板凳。一位携程员工表示：“冷落合作伙伴的行为，内部也都很反感。老范开会的时候也要说，他自己很反感让人坐冷板凳，应该公平地做生意，维护一个双赢的市场。”

只是在经济衰退的压力下，携程和它的合作伙伴在博弈中谋求双赢的道路愈发曲折。

3. 门槛被降低大哥威严面临挑战

携程曾以草根的身份挑战了传统旅游业，然而它也领教了来自“草根军团”的挑战。现在，航空公司、小型机票代理商，以及“去哪儿”、淘宝网等平台，正在组合成一股强大的力量。他们正在以众人之力向这个在线旅游预订市场的“老大”发起挑战。

目前中国有约 50 万人以卖机票为生，他们绝大部分服务于小型代理商。过去数年，携程及其同行业者吸引了几乎所有的散客，而现在“去哪儿”、淘宝网这样的平台，则为他们提供了“以小博大”的可能。随着网上销售量的增加，全国目前已经有超过 55 个城市 100 多家代理商开通了淘宝店。

打开这道闸门的力量，除了互联网的发展和网购者的井喷，还有民航总局废除“3 + X”代理制。2008 年国庆节之后，代理机票的 3% 固定收益不复存在，中小机票代理商从此有权以极低廉的佣金发动价格战，而在自身元气大伤之前，他们首先触动了携程的利益。

这一潮流与航空公司因业绩严重下滑和巨亏而集体自寻出路暗合。2008 年，国内民航业年亏损额高达 282 亿元，而构成鲜明对比的是，携程 2008 年净利润比 2007 年增加超过 10 个百分点。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此外，这些航空公司对携程本身也越来越没有安全感：按照3月底的收市价格，三大航空集团的市值无一超过携程，携程的市值（18.9亿美元）甚至超过了东航（6.61亿美元）、南航（10.7亿美元）的市值之和。

目前，携程网在中国机票订购市场上所占份额仅为6%，摩根士丹利2008年年底预计，未来五年中，通过携程销售的机票金额有望上升至机票订购总额的四分之一。届时，携程有可能用越来越庞大的用户规模，作为获取更大利益的杀手锏。其掌握的庞大用户资料，也令航空公司垂涎三尺。

本书点评

携程就是将客户和酒店两者联系起来，以减少双方获取信息的成本。之后通过简单复制，携程在机票预订领域也取得了成功。但是，商业环境和用户习惯的改变，包括e龙、去哪儿等竞争对手的崛起，使得携程难以维持高增速，利润率不断下降，机票和酒店预订市场早已成为红海。2009年携程发力进军高端度假旅游业务，也许庞大的用户资源能够为携程实现新的利润增长点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四十六章　新浪

一、案例介绍

(一)新浪公司简介

新浪(NASDAQ:SINA)是一家服务于中国及全球华人社群的领先在线媒体及移动增值服务提供商。新浪拥有多家地区性网站,以服务大中华地区与海外华人为己任,通过旗下五大业务主线:即提供网络新闻及内容服务的新浪网(SINA.com)、提供移动增值服务的新浪无线(SINA Mobile)、提供 Web 2.0 服务及游戏的新浪互动社区(SINA Community)、提供搜索及企业服务的新浪企业服务(SINA.net)以及提供网上购物服务的新浪电子商务(SINA E－Commerce),向广大用户提供包括地区性门户网站、移动增值服务、搜索引擎及目录索引、兴趣分类与社区建设型频道、免费及收费邮箱、博客、影音流媒体、游戏社区、分类信息、收费服务、电子商务和企业电子解决方案等在内的一系列服务。公司收入的大部分来自网络广告和移动增值服务,小部分来自搜索及其他收费服务。中国互联网协会2007年发布的《2007 中国互联网调查报告》中,新浪在门户和博客两大领域的用户年到达率指标中高居榜首。

新浪的前身是四通利方信息技术有限公司和华渊生活资讯网公司,两家公司于1998年12月1日宣布合并,成立新浪网公司并推出同名的中文网站。四通利方信息技术有限公司是一家位于北京中关村的专业从事中文软件产品开发、销售与服务的中外合资企业,由国内第一套实用化中文 Windows 环境的发明人王志东先生,以及 CCDOS 发明人严援朝先生于1993年12月共同创办。在四通利方成立之初,四通集团绝对控股,王志东及其创业班子占21%。第一次融资650万美元时,外国风险投资占到40%以上,中方股份依然控股。在利方与华渊合并之后,紧接着2,500万美元融资完成,原来绝对控股的四通集团的股份已被推薄到17%左右。1999年底,新浪再次融资5,000万美元,外国风险投资持股比例将占80%以上。2000年4月13日,新浪网公司以离岸公司的方式在美国纳斯达克市场成功上市,当日开盘价17.75美元,收盘价20.8美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据新浪公司2009年3月16日公布的截至2008年12月31日的第四季度及2008年度未经审计的初步财务报告得知：净营收3.696亿美元，较上年度增长50%；2008年度的运营利润总计7,460万美元，较上年增长46%；2008年度净利润总计8,880万美元，较上年增长32%。

(二)新浪公司发展沿革

第一阶段，新浪公司前身——四通利方获得风险投资青睐。

1993年12月18日，四通利方在北京正式成立。具体情况：首先由四通集团旗下香港上市公司——四通电子出资350万港元设立利方投资，其中四通电子占70%的股权，王志东、严援朝等以技术入股占30%；再由四通集团出资150万港元和利方投资共同设立四通利方，这样四通共在新公司中占有79%（约395万港元），王志东等人拥有21%（105万港元）。

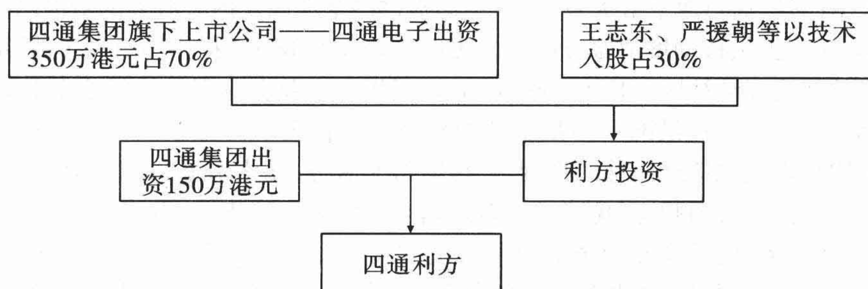


图46-1 四通利方成立时的股权结构

四通利方在短短的三个春秋便席卷了市场，占领了国内微机中文平台预装软件市场、零售市场，ISP市场的90%，手写识别市场80%，通信硬件厂家60%。而且，扩散势头有升无降。国内几十家大型网上服务提供商和政府部门，以及IBM、惠普、英特尔、康柏、摩托罗拉、联想和同创等品牌机陆续预装四通利方的中文环境系统，覆盖面达到70%以上。这样，公司在市场上初步站稳了脚跟，并树立了四通利方的品牌。对大多数中期获得创业投资的公司而言，这样的经历是弥足珍贵的，它有脉搏一样的标志作用。潜在风险投资者会依此去判别公司的市场状况、内部管理，而后作出投资决定。

从1995年开始，四通利方开始接触风险投资，一方面是为企业提供足够的资金，另一方面借此改善公司管理，利用它们的优势引导公司走上国际化轨道。经过近两年时间的斡旋，1997年10月，在华登集团牵头下，美国三家风险投资公司：华登集团、美洲银行罗世公司、艾芬豪国际集团对四通利方投资650万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元,再加上原有的四通利方被估值850万美元,其市值达到1,500万美元,是初创期23倍。每股作价1.66667美元,650万美元折股3,899,922股;其中华登集团认购180万股,出资额约300万美元。这样四通利方成为中国首家获得风险投资的民营软件公司。

在国际化努力中,四通利方还力图加强内部的财务控制,为此,1997年1月,聘请了原史蒂文斯公司的投资专家马克作为公司的财务主管。马克上任后,很快完善了公司的财务管理,这对于促进各部门发挥自己的最大潜力,充分利用资金起了明显的作用。中国公司走向国际化,内部管理的国际化是必由之路,对于准备在华尔街上市的企业来说,这一步走的早晚,于成败甚为重要。四通利方的选择是无可挑剔的。

1998年四通利方收入为249.9万美元,同比增长168.3%,毛利182.5万美元,同比增长195.8%。可以看出,四通利方经过1997年风险投资公司的注资以及收购,收入和利润都大幅度上升。

第二阶段,新浪网成立,并进行两次私募融资。

1998年12月,四通利方并购华渊网,成立新浪网,华渊网以1股换取四通利方0.38股。此次并购,四通利方评估作价3,000万美元,华渊网评估作价2,000万美元,据此分析,以评估值计算,四通利方在新浪网中占60%的股权,华渊网在其中占40%的股权。

1999年4月,新浪网完成第一次国际融资2,500万美元,这回的牵头人还是美国华登投资,同时引入新的投资者:软体银行、高盛集团和新加坡经济发展局等。这次购并和融资完成后,公司总价值达到8,380万美元,升值5.6倍(相对四通利方完成第一次融资后估价1,500万美元)。此次融资,每股作价2.8美元,2,500万美元折股8,928,571股,其中华登集团认购285万股,出资800万美元,两次一共出资1,100万美元。新浪网此次融资估价5,880万美元,与设立之初相比增值880万美元。

1999年11月7日,新浪网完成一次超过6,000万美元的融资。这次融资,由美国戴尔电脑领军,其他的新投资者包括:新加坡电脑多媒体制造商——创新科技、台湾著名防毒软件公司——趋势科技、日本住友商社等。此次融资每股作价8.32美元,6,000万美元折股7,211,538股,其中华登认购60万股,出资约500万美元。新浪网原有的长期投资人,包括日本著名风险投资集团——软体银行、高盛集团和新加坡经济发展局以及华登投资集团也都参与了这次增资。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三阶段,新浪网成功上市。

2000 年 4 月 13 日,新浪网公司以离岸公司的方式在美国纳斯达克市场成功上市,当日开盘价 17.75 美元,收盘价 20.8 美元。新浪网预计在 NASDAQ 销售股票 400 万股,实际销售了 460 万股。实际回笼资金大约 7,200 万美元,成绩可谓不错。

新浪此次上市的普通股为 460 万股;新浪保留的普通股为 39,857,909 股。上市股票约占新浪保留股份的 10%。所有的普通股中不包括 2000 年 2 月 4,117,888股的普通股票期,也不包括平均价格为 4.66 美元的 4,483,334 股期权股票。新浪此次上市的股票大约占全部股票的 10%,也就是说,新浪上市当天,全部的市值大约在 7 亿美元左右。

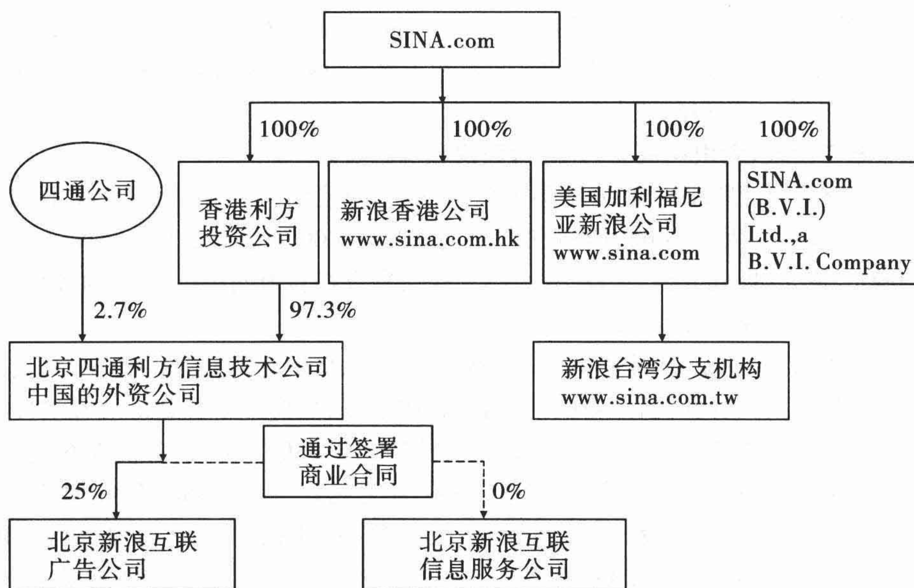


图 46-2 新浪上市时的股权结构

第四阶段,新浪上市后的曲折发展。

2001 年 9 月,新浪开始实行跨媒体战略。新浪网购入阳光卫视 29% 的股份,意图通过跨媒体战略,打造宽带时代的网络门户。合并后原阳光文化总裁、时任新浪董事会联合主席的吴征,也曾踌躇满志地表示,新浪阳光未来将在跨媒体道路上继续前进。然而,国内宽带网络应用尚不景气的现状和国家的种种政策壁垒,使新浪的跨媒体战略并未能取得预期效果。一年后,阳光卫视吴征辞去新浪董事及联席主席职位,标志着新浪跨媒体战略的彻底终结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年 2 月 25 日，新浪宣布进入企业信息化服务领域。同年 4 月 5 日，茅道临在美国宣布了新浪未来的发展方向。新浪网更名为新浪，下辖新浪网（SINA. com）、新浪企业服务（SINA. net）、新浪在线（SINA Online）等三个独立事业体。其中，新浪网提供网络媒体及娱乐服务；新浪企业服务切入政府、企业的全面化网络服务领域，为企业提供全套网络解决方案；新浪在线将在窄带、宽带、无线等领域，推出更多全新面向网络用户的增值信息服务模式。

2003 年，新浪收入主要依靠无限增值服务与广告。2003 年，新浪先是宣布与韩国网络游戏公司 NCSoft 成立合资公司，同年又通过收购财富之旅进入在线旅游；2004 年 4 月，新浪与雅虎合资成立一拍网，进入电子商务领域，其后在 7 月宣布收购 UC 即时通讯技术平台。

2005 年 2 月 18 日，盛大互动娱乐有限公司及其某些关联方向美国证监会提交了 13 - D 表备案，披露其已拥有新浪已发行普通股 19.5% 的股权。鉴于这一举动及其他因素，新浪公司决定采纳购股权计划，以保障公司所有股东的最大利益，即所谓的“毒丸计划”。按照该计划，于股权确认日（预计为 2005 年 3 月 7 日）当日记录在册的每位股东，均将按其所持的每股普通股而获得一份购股权。在购股权计划实施的初期，购股权由普通股股票代表，不能于普通股之外单独交易，股东也不能行使该权利。只有在某个人或团体获得 10% 或以上的新浪普通股或是达成对新浪的收购协议时，该购股权才可以行使，即股东可以按其拥有的每份购股权购买等量的额外普通股。盛大及其某些关联方目前的持股已超过新浪普通股的 10%，而购股权计划允许其再购买不超过 0.5% 的新浪普通股，其他股东不能因盛大及其关联方这一 0.5% 的增持而行使其购股权。

2008 年 12 月，新浪公司和分众传媒集团今天宣布双方达成协议，新浪将合并分众旗下的户外数字广告业务。根据协议，新浪将增发 4,700 万普通股用于购买分众传媒旗下的分众楼宇电视、框架广告以及卖场广告等业务相关的资产。分众传媒将保留其互联网广告业务、影院广告业务，以及传统户外广告牌业务。这一合并的目的是为了整合中国最有实力的两大新媒体广告平台，从而为客户提供更为有效的整合营销服务。

目前这一交易已经得到双方董事会的批准，不需要再经股东大会批准。如果交易条件及有关审批手续完成，本交易将在 2009 年上半年完成。根据双方签署的协议，新浪将增发 4,700 万新浪普通股来购买分众传媒旗下的楼宇电视，框架媒体以及卖场广告业务相关的资产和业务。这些被合并的业务在 2008



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年前九个月占到了分众传媒全部营收的52%以及整体毛利的73%。交易交割日后,分众传媒将马上把交易中获得的新浪股票按比例转发给分众传媒的股东。

二、各方观点

(一)《中国青年报》(2000年3月):新浪拿一个"手指头"上市

忽闻新浪网要在美国上市了,发行新股400万股。大惑。怎么可能?

仔细看过,才知道,原来新浪网已经把国内的业务转移到一个新成立的公司,而整个新浪网在美国上市的部分,是除去了中国大陆以外的业务。真是可怜,辛苦经营的新浪网,不管怎么说,也取得了相当的发展,有了相当的影响。但是现在沦为要拿一个"手指头"去上市,把整个身子留下,生死未卜,真是一个悲哀。浪网虽然有这样那样的问题,但是如果只能拿着一个血淋淋的手指头到美国去闯市场,不能不说是中国互联网产业的悲哀。

china. com 注册了中国概念,凭空在美上市,便获得巨大的成功;tom. com 依葫芦画瓢,以纯资本运作的互联网概念吃下香港市场。中国内地的互联网企业却依然手足受缚,没有机会参与平等的竞争,虽有刮骨疗毒的气度,但想打造上市辉煌,恐怕是天方夜谭。

中国证监会在互联网公司上市方面的限制是出了名的。这些限制,使中国本土的原创公司在家憋着,而很多中国人甚至还没听说过的公司却代表着中国概念登上国际舞台。这些网站并不以点击率为目标,而是以资本运作为长项,或以美国公司或以香港公司的概念抢先上市,给以后中国概念股上市提高了门槛。

china. com 和 tom. com 是两堵墙。他们背后的网站,技术和影响力都还没有办法代表中国网站的水平。但是这样的网站已经从容上市,如果他们的发展有重大挫折,会给整个中国互联网产业的发展带来不可知的变化。中国大陆有实力的互联网公司如果要发展,超越这些网站,必须得到证监会的支持。拿出一个手指头去同已经成长的巨型公司竞争,是一种什么样的感觉!

有许多人认为,中国互联网太多地依靠了美国经济,是一种寄生的产物。这些网络公司唯美国市场马首是瞻。国内几个著名经济学家也爆发了激烈的争论。我记得一个经济学家说得好,"不懂互联网就不要瞎说话"。美元不是美国的美元,上市其实也不是美国人的施舍。互联网的泛国际化改变已经淡漠了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家之间的界限。中国网络公司在美国上市，换回的不仅仅是美元，而是整个互联网在中国的发展。不论这些公司在哪里上市，推动的都是中国自己的互联网产业。

以前，国家提倡"两头在外"，现在互联网也是一种两头在外的模式，关键是资本是世界的资本，市场是世界的市场，不管他在哪里上市，推动的都是中国的产业，何必限制呢？

（二）《证券时报》（2001 年）：华登投资缩水 50%

从 1997 年 8 月到 2000 年 4 月上市前，新浪前后大约有 4 次融资。1997 年 8 月的一次融资，新浪以每股 1.66667 美元作价，向著名风险投资公司华登（Walden）系的近 10 家公司（以下简称"华登"）售出 180 万股优先股；1999 年 4～5月间，华登以每股 2.80 美元的价格购入 285 万余股新浪优先股；1999 年 10～11月间，新浪上市前最后一次融资，华登再次以 8.32 美元购入新浪优先股 62 万余股。优先股在上市时按 1∶1 转换成新浪的普通股，华登共拥有新浪普通股股票 528 万余股，按上市当天的收市价计算，华登手中的新浪股票价值高达近 1.1 亿美元；如按 2000 年 5 月 22 日新浪股价在纳斯达克历史性创下的 54.5 美元的最高价位计算，华登手中的新浪股票价值更高达近 2.88 亿美元。

从 2000 年 10 月开始至 2000 年年底，华登在市场上共售出新浪股票 14 万余股，售价在每股 6.44 至 8.19 美元之间，得款 100 余万美元，平均每股售价为 7.19 美元；今年 1～2 月间，华登共售出新浪股票 25 万余股，售价在每股 2.37 至 4.00 美元之间，得款 88 万余美元，平均每股售价 3.53 美元。华登在截至 2 月 27 日已售出的新浪股票，售价均在其平均获得成本之上；但截至今年 2 月 20 日，华登已售出股票还不到华登拥有的新浪股票总数的 8%；尚压在手中的 480 余万股新浪股票，按今年 4 月 20 日收市价计算，仅值 800 万美元而已。

至此，我们可以看到，华登在新浪三次融资中以每股 3.07 美元的平均融资成本共投入 1,600 多万美元，卖出和未卖出的股票价值现在合计不到 900 万美元，缩水几乎高达 50%（尚未将资本的时间价值计算在内）。

华登是风险投资公司，对新浪投资的目的是为了套现获利，但是受股票上市发行人与承销商之间通常约定的长达半年的"禁售期"的限制，失去了在上市之际以及随后新浪股票在纳市走高时套现获利的大好时机，使原本可以十几倍获利的投资项目反而落得血本无归。尽管如此，华登仍是成就新浪的幕后大功臣，华登几次为新浪牵头融资，并为四通利方与华渊网的合并牵线搭桥，居功



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



至伟。

在新浪的早期投资者中，华登还算是比较幸运的，美国计算机巨头戴尔公司（Dell）是真正的“冤大头”，戴尔在新浪上市前的最后一次融资时，以每股8.32美元的价格一次性购入250万余股、7.2%的新浪股票，按上市当天的收市价计算，价值高达5,200余万美元；截至2月14日，戴尔已经卖出近40万股新浪股票，卖出价虽未经披露，但根据登记卖出的时间推定，均应在5美元以下。与华登不同，戴尔是新浪的战略投资者；战略投资者和风险投资者出牌的牌理不一样，他们更看重的是投资项目对公司未来战略地位的重要性，而常常忽略股价在市场上的短期变动情况。

（三）《中国高新技术企业杂志》（2004年）：仁至义尽的“华登”

1997年，以华登为首的三家VC一共投资650万美元，启动了新浪的互联网“梦想”。当这650万美元打入新浪如饥似渴的账户上时，正是新浪最困难的时候。也就是从那时起，华登系（也就是以华登为首的三大投资公司——华登投资300万美元、RSC投资150万美元、艾芬豪国际集团投资200万美元）就占据了新浪前身四通利方信息技术有限公司的大部分股份，并代表着新浪网的投资方利益，在历次新浪网的资本斗争中发挥着举足轻重的作用。当然，这个融资过程后来曾被许多人反复描述，并被设计成一个风险投资与中国创业者一拍即合的童话故事。但实际上，华登并不只是善财童子。

正是在谋求风险投资的过程中，新浪一步步走上了华登系为其设计的游戏之路：1996年初，四通利方开始实施互联网战略，首先是网络版的出现，然后是4月汪延归国组建国际网络事业部，并推出利方在线网站。虽然一开始公司内部许多人都认为利方在线只是一个“玩具”，但对于熟悉风险投资的经济学理论和玩法的新浪管理层来说，事实却并非如此。1997年底，四通利方统计了一下利方在线的点击率，居然超过了90万，而1996年4月雅虎在美国上市时的日点击率也只有100万次。

1997年9月，华登系看到四通利方在网络战略上的布局已经完成。他们希望，四通利方在管理架构上也要有更大转变，具体而言，就是从财务到人事。于是，北京中关村有了所谓第一家聘请美国人执掌财务的公司，新浪当时的举动被形容为——“引进马克”：公司聘请了投资顾问罗伯森。斯蒂芬公司的谈判代表马克出任财务总监。谁都知道，即使在国外，CFO（首席财务官）也是公司绝对领导核心的组成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然,马克的引入只是这个游戏规则的一部分,第二个进来的是后来取代新浪创始人兼总经理王志东的茅道临。虽然一个风险投资商改换身份角色为投资公司的首席运营官,这在风险投资界里并不是常有的案例,但是当茅道临这位华登国际集团的副总裁真正入主,并和王志东谈判长达几个月后,实际上已经确立了新浪网日后的发展方向——中文互联网门户。

有一个例子可以证明,华登除了投钱更要"指手画脚":1997 年初,茅道临提醒王志东"要注意因特网的发展",不到两个月,四通利方就发布了 Richwin 的网络版。显然,在华登看来,中文互联网才是他们的投资点。

当然,更有震撼力的事也随即出现了:在整个投资项目结束后,作为华登方的代表,茅道临直接变成了四通利方公司的一员。而且,从此以后,茅在新浪一直是一个关键人物。直到前不久他离开为止,作为新浪网每一轮风险投资的牵线人,他几乎介入了新浪的整个创业过程,甚至是业务制订。

用"仁至义尽"来评价风险投资商华登对新浪的"保姆式"关怀决不为过。在新浪充满波折的上市历程中,这一点曾无数次被验证。1999 年 3 月 30 日,纳斯达克的动荡苗头已经显现,但由公司前总裁王志东、首席运营官茅道临率领的新浪路演团还是紧锣密鼓地开始了全球路演的行程:从香港出发,到新加坡、伦敦,再到美国。离开伦敦的那天,纳斯达克一下子跌了 500 多点。但他们却丝毫没有时间也没有心情推迟 IPO。在路演的大部分地区,投资者都不太理解公司复杂的结构,路演团不得不一遍遍地解释。

尽管新浪上市时机非常不理想,但茅道临认为,上市对新浪来说具有里程碑式意义。首先它使新浪完成由存活期进入持续发展阶段的过程,从风险投资角度来说,目前并没有真正成功者——大部分都没有上市也上不了市,出于各种各样的原因,这意味着他们不能退出。而华登集团作为新浪最大的股东,至少可以算做是成功者了,虽然结果比人们预期的要差得多。

(四)《首席执行官》(2006 年 7 月):新浪之痛,症结何在?

2006 年 5 月 8 日,新浪宣布由曹国伟接任汪延担任新一届 CEO,至此,短短 7 年之内新浪 CEO 已更换了 5 位。5 月 9 日,新浪发布 2006 年第一季度末审计财务报表,总营收 4,670 万美元;而同期网易总营收 6,610 万美元,TOM 4,858 万美元,而百度的迅猛增长也为业界所称叹。

CEO 频频更替,业绩增长乏力,以及不时传出的被收购消息,这一切似乎预示着新浪那"唯我独尊"的时代,已在旧友新贵的夹击下渐行渐远。新浪之痛,



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



症结何在?

新浪为何丧失了其竞争优势?诸多媒体和分析家都进行了分析,归纳起来主要有三类观点:一是高管频繁更替;二是发展战略摇摆;三是股权分散。

然而,这些是导致新浪困境的真实原因吗?

1. 流水的 CEO

1999 年至今,新浪已经换过 5 任 CEO。对于首任 CEO 王志东的辞职,有媒体曾做如下分析:公司股价持续走低,与董事会沟通不畅,董事会埋怨王志东拿不出一个具体的可执行的赢利方案,从而导致了王志东的离开。但是,值得一提的是 2000 年至 2001 年,正是我国互联网行业泡沫破灭期,整个行业股价处于走低状态。公司股价的持续走低,并不是个体所能阻挡的。但商业便是如此,总要有人为业绩不振负责,于是王志东便成了那需要承担责任的人。

而外界总结第二任 CEO 茅道临离职的原因,同样是业绩欠佳:在新兴业务上,电信增值与在线游戏,新浪起步都是最晚的,导致新浪没能在这两方面有所建树;姜丰年曾当着茅道临的面拿起电话,一个一个向管理层征询意见时,除了技术总监严援朝没有表态外,几乎所有的管理层都做出了“倒茅”的表示。最后,董事会以四票对三票“同意”了茅道临辞职的决定。

至于汪延的盛年隐退,外界分析仍主要归结于不断被收购的传闻和业务下滑。而新浪 2006 年一季度财报显示,利润同比下跌 32% 的事实,也使汪延的离开多少带有一些“引咎”的意味。

然而,究竟是 CEO 去职导致新浪业绩不振,还是由于业绩下滑导致 CEO 去职,这本身便是一个先有鸡还是先有蛋的问题。所以,将新浪的业绩下滑归结于高管频繁更替,从逻辑上讲,比较勉强。而且,如果我们仔细分析新浪的股价表现与经营状况,可以看出,大部分 CEO 的去职,并非发生在公司股价最低迷和业绩最差的时期,因此,将高管频繁更替视为新浪业绩下滑的罪魁祸首,并不能让人信服。

2. 战略摇摆

不过,CEO 的变更所导致的一个副产品,是新浪战略的摇摆不定。让我们再次回顾新浪的发展史:王志东作为新浪前身四通利方公司的创始人、公司发展初期当家产品的发明人,其发展战略中带有明显的技术导向。然而,随着王志东的出局,新浪那个技术至上的年代也随之远去。

2001 年 9 月,以资本运作见长的茅道临在上任新浪 CEO 不久后,便开始了一系列眼花缭乱的并购行动,例如,购入阳光卫视 29% 的股份等,意图通过跨媒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体战略，打造宽带时代的网络门户。合并后原阳光文化总裁、时任新浪董事会联合主席的吴征，也曾踌躇满志地表示，新浪阳光未来将在跨媒体道路上继续前进。

然而，国内宽带网络应用尚不景气的现状和国家的种种政策壁垒，使新浪的跨媒体战略并未能取得预期效果。一年后，阳光卫视吴征辞去新浪董事及联席主席职位，标志着新浪跨媒体战略的彻底终结。

随后，新浪悄悄扭转了方向，转向企业服务平台领域。2002 年 2 月 25 日，新浪宣布进入企业信息化服务领域。同年 4 月 5 日，茅道临在美国宣布了新浪未来的发展方向。新浪网更名为新浪，下辖新浪网（SINA. com）、新浪企业服务（SINA. net）、新浪在线 Sol（SINA Online）等三个独立事业体。其中，新浪网提供网络媒体及娱乐服务；新浪企业服务切入政府、企业的全面化网络服务领域，为企业提供全套网络解决方案；新浪热线将在窄带、宽带、无线等领域，推出更多全新面向网络用户的增值信息服务模式。

到 2003 年，新浪收入主要依靠无限增值服务与广告。汪延出任 CEO 之后，一直试图在为新浪寻找新闻与无线之外的第三只触角。“以前，新浪是一个技术为导向的软件公司，然后转型成以品牌和内容为优势的公司，现在要转向以市场需求为导向的市场营销集团。”汪延曾这样描绘新浪的发展脉络。2003 年，新浪先是宣布与韩国网络游戏公司 NCSoft 成立合资公司，同年又通过收购财富之旅进入在线旅游；2004 年 4 月，新浪与雅虎合资成立一拍网，进入电子商务领域，其后在 7 月宣布收购 UC 即时通讯技术平台。然而，除了 UC 取得一定的发展之外，这些新业务均未取得成功。

与新浪的多元化策略屡屡受挫形成鲜明对比的是，近年来，网易、TOM、百度等网站通过差异化、专业化策略，发展迅速，增长稳定。

3. 一切都是股权分散的错吗

很多人认为，不停地引进外部投资者，导致新浪股权分散、股权结构复杂，是造成当前新浪困境的最根本问题。当新浪被当成了各路资本的赚钱工具，在投资人短期利益的驱动下，新浪不仅难以执行长期稳定的发展战略，而且高管更替也变得更加频繁。

然而，股权分散就一定不好吗？如果股权分散会降低公司的竞争力，那么，股权分散的公司将被那些股权集中的公司所淘汰。然而，事实是否如此呢？1966 年，Larner 对 1963 年美国最大的 200 家公司的所有权情况进行了分析。通过与 1929 年的统计结果相对比，他发现：股权广泛分散的公司数非但没有下



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



降，反而由1929年的65家上升到1963年的160家。这表明，股权分散并不必然导致公司没有主心骨、发展动荡。

那么，究竟什么才是新浪业绩不振的首要原因？通过深入分析新浪公司治理情况，并走访有关知情人士，我们发现了这样一个奇怪的现象：

4. 大股东为何缺席董事会

早在2005年2月19日，盛大及其关联企业便宣告已成功收购了新浪19.5%的股份之后，成为新浪最大的股东，然而，盛大却至今仍然缺席董事会。

公司治理结构研究表明，若所有权与经营权分离，同时缺乏有效的监督机制，将会产生严重的代理问题。盛大作为新浪第一大股东，却无法进入新浪高层管理团队，甚至长期缺席新浪董事会，此时，盛大作为所有者的利益显然缺乏有效的保障机制。

而2005年初，新浪董事会和管理层作为一个整体，总控制股本占新浪总股本已不足10%。这意味着新浪实际上是由占其股份比例不到10%的股东进行管理。在这种情况下，我们很难相信，新浪董事会和高管能够为新浪的整体利益而废寝忘食，毕竟，如果他们为新浪增加了一元钱的利润，他们自身只能得到其中的一毛钱。

最关心新浪业绩的，显然应该是其第一大股东盛大公司，然而，盛大却为何始终不能进入新浪董事会？对此，我们有理由怀疑，新浪很有可能在公司章程上做文章，利用公司章程中某些条款的规定，阻击收购方进入董事会。比如，利用章程设置董事提名方式、资格审查、人数限制等障碍。

还有媒体分析新浪可能利用董事会轮选制，控制盛大进入新浪的董事人数。通过设置更换董事的比例，原控制人可保持在董事会的优势地位。收购方虽取得控制股权，但一时也无法染指董事会，除非修改章程。

沿着这个思路，我们在《新浪招股说明书》中第18页找到了有关反接管的相关内容：董事会有权发优先股来保障一些相关的权利，从而防止或者延缓控制权的变化。第77页关于优先股的设定如此阐述：董事会有权在没有股东进一步行动的情况下，发行375万股优先股。优先股的发行会限制普通股的股息，可以分散普通股的投票权，影响普通股的流动性，延迟、防止控制权的变化。

2005年2月，面对盛大的突然收购，新浪启用"毒丸"计划，以阻挡盛大的恶意收购与控制。然而，企业绞尽脑汁防止他人"使坏"的对策，却经常成为阻挡公司前进的绊脚石。

如果公司掌握在以短线投资或是其他不利于公司发展为目的的人手中，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么这些反收购条款的设置，无疑是对这些人的保护伞。同时，大股东长期缺位，也使得公司股东的利益无法得到有效保障。而新浪的现状，无疑为上述观点提供了一个现实的证据。

(五)《网络科技报道》(2009 年 3 月)：摩根士丹利看好新浪

3 月 18 日消息，摩根士丹利今日发布研究报告称，新浪股价仍具吸引力。新浪 2008 年第四季度营收 1.015 亿美元，同比增长 44%，与公司及摩根士丹利预期中的较高点相当。

分析师指出，对公司以下两方面表现满意：①毛利率比第三季度增长了 3%，至 60%，而运营利润率比第三季度上升了 2%，至 21%。②移动增值业务销售保持健康的增长，与第三季度相比增长了 11%，占总销售收入的 30%。

分析师表示，对公司在 2009 年第一季度的业绩表示担忧——出于公司在汽车、房地产和金融领域的投资受宏观经济萧条影响较大，新浪营收与去年同期相比预计下跌 4% ~10%，而搜狐则预计上升 18% ~24%。而新浪公司表示在 3 月将会有强力的反弹。

摩根士丹利维持对公司的 EW 评级。去年 12 月，新浪宣布将合并分众旗下的户外数字广告业务，根据协议，新浪将增发 4,700 万普通股用于购买分众传媒旗下的分众楼宇电视、框架广告以及卖场广告等业务相关的资产。

分析师指出，值得注意的有以下几点：①此次合并将会把中国最大的在线广告商和最大的户外媒体公司结合在一起，让新浪一举成为在中国仅次于央视的广告媒体平台，今年预期营收约 9 亿 ~10 亿美元。②两大上市公司的目标受众均为高端消费者——新浪 40% 的浏览者拥有大学学历(中国整体人口大学生占比例仅为 5%)，而分众所覆盖的受众为在商务办公楼上班的 90% 专业人士。③合并将会有助于新浪扩展其客户基础，因为分众有三千个广告客户，是新浪原有客户的近 3 倍。④估计合并将会有利于新浪的收益增长，预计今年增长 45% ~60%。

本书点评

门户网站依然是网民获取各类新闻的首选渠道，新浪作为中国最大的门户网站，拥有丰富的用户资源以及多年来积累的互联网企业运营经验。缺乏特点和差异也是限制门户网站最大的因素，未来网站的产品结构、市场的细分和经营模式的差异化，将决定其能否持续发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四十七章 新世界中国地产

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

新世界发展有限公司是香港的大型综合企业集团，该集团于1970年成立，并自1972年起在香港上市，现为香港恒生指数成分股之一，资产总值逾1,441亿港元。

新世界发展有限公司以地产业务为基石，经过30多年的发展，经营范围扩展至香港、澳门及中国内地的四大核心业务，包括物业及酒店、基建、服务和百货，并参与多项策略性投资。

新世界发展有限公司由1992年起进驻武汉，先后投资了常青花园、新华家园、武汉新世界中心、新世界国贸大厦、梦湖香郡等房地产项目。其中，武汉新世界国贸大厦是新世界集团8亿巨资打造，“国际商务港”式顶级写字楼，楼高212米，共57层（地下两层），地处金融一条街，法国领事馆、香港贸易发展局等多个位居世界500强企业率先进驻，被评为“2004年十大新城市地标综合体建筑”，亦是华中地区唯一一家获得此荣誉的项目。

新世界中国地产于1999年7月在香港联交所上市，为香港新世界发展有限公司中国物业旗舰，国内最大型全国性房地产发展商，80年代初期即活跃于中国房地产市场，资产总值约503.6亿港元，37个发展销售物业项目分布于21个主要高增长城市。

公司的主要业务有：①发展可出售物业项目、投资出租物业项目，及经营度假村及酒店；②物业项目种类包括住宅社区、服务式公寓、别墅、写字楼、商场、多用途综合大厦、度假村以及酒店；③在北京、天津及济南等地参与市中心旧城改造；④在北京、上海、武汉、天津及大连的黄金地段建造城市商业地标；⑤在沈阳、武汉、广州、成都、长沙及贵阳等地发展大型住宅区；在珠江三角洲及海口建造及经营休闲度假式物业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的物业发展及投资组合：①约 2881 万平方米的可发展总楼面面积；②多元化的物业组合包括 37 个主要物业发展项目，总楼面面积达 2668 万平方米；③已落成的投资物业组合总楼面面积 171 万平方米，包括 21 项主要出租物业；④5 座已落成的酒店，可提供 2117 间客房。其主要财务指标如表 47－1：

表 47－1　主要财务指标

	2008 年第 2 季度	2008 年	2007 年
净利润率	50.56%	57.43%	57.43%
营运利润率	45.72%	60.45%	60.45%
息税折旧前利润率	—	42.95%	59.08%
平均资产回报率	4.78%	4.33%	4.33%
平均股权回报率	7.66%	7.22%	7.22%
员工	3,742	—	—

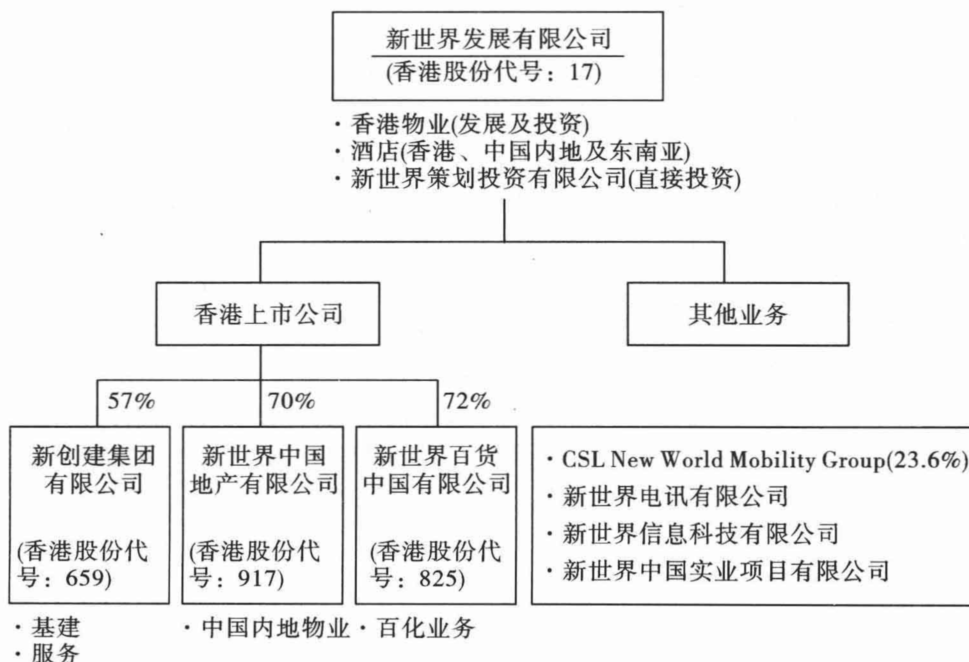


图 47－1　组织结构图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)历史沿革

1970年,经营"周大福珠宝"多年的香港"珠宝大王"郑裕彤创立新世界发展有限公司,同年他以1.31亿港元购入光东"蓝烟囱"旧址,相继投资兴建了新世界中心酒店、丽晶酒店及购物中心。这一片欧式建筑现成为新世界集团的标志。

1972年11月,香港正逢开埠以来的最大牛市,新世界趁机上市,募集资金达1.6亿港元。其后新世界逐渐在香港地产界奠定领军的地位。到1984年,新世界中标位于港岛湾仔的香港会展中心的承建和运营,其后投资18亿港元历时4年建成,1997年7月1日,中英香港主权交接仪式在此举行后,新世界几乎家喻户晓。

本书点评

一个在香港最大牛市中上市的企业才融资1.6亿港元,实在不敢说是一个大企业,但是它后面的发展却是抓住了中国开放的天赐良机。

与此同时,新世界也开始涉足内地市场。1980年,中国迎来改革的春天,但许多政策尚未放开,当一些境外投资者还在观望的时候,新世界就小心翼翼地北上,在广州投资了第一家穗港合资企业——广州中国大酒店。

1989年,欧美纷纷撤资,新世界却加快了进入的步伐,当年便与广州市政府签订了投资额达38亿元人民币的合同,在广州兴建北环高速公路及珠江电厂。如今,这两个项目每天给新世界带来的收入就在200万元人民币左右。

1999年,新世界将其房地产和基建业务分拆为两个公司,其中新世界中国专做地产项目,新世界基建主要投资基建项目,此举的主要目的是"重组在中国的业务,减少亏损"。随后几年中,新世界又在内地投资200多亿元人民币,地产和基建几乎各占一半。如今,新世界中国与新世界基建的总资产均在250亿元人民币左右,各有三四十个项目,"每一个投资规模都很大,应该是数以亿计的"。

本书点评

我们要清楚在1997年后的亚洲金融危机中,新世界能在内地投资200多亿,它的流动资金哪里来的?应该是国内银行的吧。200亿的投资规模,保守地估算,也有40亿的纯利啊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004年12月，由《亚洲周刊》推出的“国际华商五百”排名榜揭晓，它是依据各华商作为最大股东的私营上市企业每年6月30日收市时的股价市值进行分析，在“前100名排名上升幅度较大的8家华商”中，新世界系就有两家，即新世界发展和新创建。

据悉，这是新世界排名首次大幅度提升，新世界发展从一年前的第120位升至55位，新创建从第116位升至64位，新世界系四家上榜企业的中期纯利回升至2.3亿港元，同比增长了15.3倍。

2004年年底，新世界中国被“中国房地产TOP10研究组”评为“十大最具价值房地产公司品牌”之一，是香港发展商里唯一成为“全国知名房地产企业”。

新世界集团董事总经理郑家纯表示，2004年底的物业项目销售总额在70亿港元以上，“在内地经济增长、香港走出低迷的进程中，新世界已经走出低谷”。

事实上，自2004年5月开始，新世界已经开始了又一轮大规模的投资。据一位证券分析师推断，在未来5年中，新世界在内地的投资预计在150亿~200亿元人民币，其中因为奥运会和世博会，北京和上海将仍是投资的重点，累计投资将分别达到250亿元与120亿元人民币。此外，新世界还将在中西部地区加大投资的力度。

本书点评

2000~2004年底的这段时间，新世界的发展可以说与中国经济发展的模式有着最直接的联系。由于中国刚刚加入世贸组织，大量的制造产业转移到中国和中国高速的城市化进程，带动了中国商业地产和住宅地产的飞速发展。这就使中国迅速地摆脱了亚洲金融危机对中国经济的影响，中国取得了令全球羡慕的经济繁荣。但是这也为中国后面的经济发展埋下了深刻、复杂、巨大的体制性隐忧。新世界赚取了附加值最高的那一段城市化和产业转移的利润。地产业对中国经济的撬动的杠杆率是最高的。

二、各方观点

（一）搜狐财经（2008年3月28日）：财务赢利强　新世界中国属稳健佳选

里昂指出，内地对住屋需求维持稳固，但是由于政府调控政策尚未明朗，令楼市交投及房价增长处于阶段性停滞。整体内房产企业经过去年急速扩张，令



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到负债已增加，投资者需以审慎标准衡量股份价值。基于多项审慎标准之测试后，里昂认为新世界中国应属较稳健选择。

富力2007年赢利大幅增长，获利53.03亿元，升幅达148%，年度协议销售额持续攀升，达161亿元，较2006年增长40%，虽然经济紧缩加剧以及银行收紧房地产的银根，但其今年目标协议销售额是提升至240亿元，完成并交付使用的楼面面积220万平方米。今年首两个月楼宇销售已达20亿元人民币，而3月份首11日亦出现强劲的销售，已有6.13亿元，当前已锁定营业额目标的40%。若以平均价计算，今年的楼价比2007年仍有10%左右增幅，而二三线城市的楼价仍有机会再上升。另外，预期随着富力丽思卡尔顿酒店及富力君悦大酒店开业，今年的租金收入会大幅增加。

去年已落成的一系列住宅及商业房地产项目总建筑面积207万平方米，可售面积为154万平方米。收购的土地共达20幅，合计1030万平方米，令当前的总土地储备增加至2620万平方米，预期足够应付公司未来三至五年发展所需，同时预计，中国西部在未来三或四年间，将在业务发展计划中担当重要角色。

（二）《每日经济新闻》（2008年10月14日）：新世界中国发展势头强劲

专注内地房地产市场的新世界中国去年卖楼套现62亿元。隶属郑裕彤家族的新世界中国昨日发布的截至6月底全年业绩报告显示，受益于物业销售状况的改善，该公司全年业绩同比飙升70%，至20.2亿港元。虽然销售业绩是净利润增长的主要原因，但来自人民币升值的汇兑收益，也对新世界中国的全年业绩产生显著影响。年报披露，该公司期内来自人民币汇兑收益达到5.2亿港元，较上一年度的1.6亿港元大幅增加。

年报显示，新世界中国的物业销售经营赢利增加六成至13.89亿港元，公司期内已落成物业总楼面面积，同比上升25%至105万平方米，而物业销售总面积达到88万平方米，共套现62亿元。报告期内，该公司在北京、济南、沈阳、武汉等地落成11项物业发展项目。租赁业务方面，期内经营赢利为4.32亿港元，同比上升25%。

值得注意的是，今年以来内地房地产市场的价格波动也开始体现在香港地产商的业绩报表中。新世界中国在全年业绩中划拨了5,400万港元的拨备，公司执行董事及财务总监颜文英表示，主要是因为旗下深圳楼盘价格下跌。除了因房价提拨备外，内地房地产市场的剧烈波动，也令新世界中国放缓在内地的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩张步伐。

新世界中国执行董事郑志刚昨日表示，由于短期内市场存有不确定性，公司将采取较为谨慎的发展策略，暂时没有收购地产公司的计划，也无意增加土地储备。

郑志刚指出，公司目前总土地储备达2810万平方米，已足够未来7至15年的发展所需。此外，新世界中国2009财年的竣工面积增长预期也开始趋于谨慎。郑志刚披露，虽然公司希望每年竣工面积能以10%至15%的幅度增长，但2009财年的竣工面积预计会在110万平方米，仅较2008财年的105万平方米略微增长。郑志刚认为，内地房地产市场的基调并不差，而市场的调整对大规模的地产商更为有利，因他们有较好的现金流，较小的发展商可能面临倒闭命运。而公司目前手头现金达80亿港元。

（三）观点地产网（2009年3月18日）：新世界谨慎扩张内地本港业绩均倒退

3月17日，香港新世界集团发布中期业绩报告。新世界旗下三家上市公司——新世界发展、新世界中国和新世界百货的业绩都有不同程度的下滑。

1. 新世界发展

新世界发展在中报里表示，截至2008年12月31日止中期业绩，取得股东应占亏损9.92亿港元，每股亏损0.28港元，公司派中期息0.09港元，可采取以股代息方式进行。该公司2007年同期取得纯利56.49亿港元。

对此，新世界解释业绩出现亏损的原因是“因金融及经济环境欠佳，致投资物业取得23.54亿港元重估亏损，另有可供出售财务资产出现约3.3亿港元亏损拨备所致。”

期内，物业发展业务赢利同比跌21.3%至1.11亿港元；物业投资业务赢利同比亦跌19.9%至5.178亿港元；香港的总租金收入为6.25亿港元，较2008年同期上升7.2%。

截至2008年年底现金及银行存款为118.52亿港元，较6月底数额减少14.1%。债务净额与权益比率为37.4%，较6月底增加9个百分点。

在未来12个月，新世界发展将共有四个项目推出，分别为何文田卫理苑A座、元朗翘翠峰、尖沙咀河内道重建项目及西环卑路乍街42－44号，可提供逾1200个待售单位。

郑家纯表示，这4个项目目前还没定价。因当前香港楼市前景不明，很难



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



判断楼盘的定价应该是多少，等下半年开始正式销售的时候，会根据周边市场的情况再决定价格。

2. 新世界中国

根据新世界中国发布的中报，2008 年 12 月 31 日止中期业绩，取得股东应占溢利 3.74 亿港元，较 2007 年同期倒退 59.31%，每股赢利 0.0976 港元，公司不派中期息。公司 2007 年同期取得纯利 9.2 亿港元。

新世界中国取得投资物业公平值变动亏损 1.54 亿港元，2007 年同期有关收益为 354.3 万港元；同时，亦取得汇兑亏损净额 1,684 万港元，2007 年同期有关收益为 2.14 亿港元。若扣除递延税项，投资物业公平值变动净亏损为 5,522.8万港元。截至 2008 年 12 月底，现金及银行存款达 30.29 亿港元，较 2008 年 6 月底止时 48.25 亿港元减少，原因则是在期内支付于上海、大连及沈阳新一期的发展项目工程款。

报告期内，物业销售的应占经营溢利为 3.265 亿港元，由于回顾期内房地产市场情绪向淡，物业销售表现受到影响，令销量下跌 48% 至总楼面面积 14.7 万平方米销售，产生销售总额逾 12 亿元人民币。

在报告期内，新世界中国新落成项目共 4 个，涉楼面 18.8 万平方米。而在未来的半年，新世界中国预期下新落成楼面共 12 个，涉楼面 81.47 万平方米。租赁业务方面，新增楼面 5540 平方米，主要来自新落成的位于广州岭南新世界及广州东方新世界花园的停车场。

对于中国内地房地产市场的发展前景，郑家纯表示持“谨慎乐观”的态度。他表示今年的展望应该是呈下滑趋势，但不一定会对新世界中国造成压力，还要视以后的经济环境而定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四十八章 阿里巴巴与雅虎:谁收购了谁

一、案情回顾

(一)阿里巴巴简介

阿里巴巴(Alibaba.com)是全球企业间(B2B)电子商务的著名品牌,是全球国际贸易领域内最大、最活跃的网上交易市场和商人社区,目前已经成功融合了B2B、C2C、搜索引擎和门户,帮助全球客户和合作伙伴取得成功。

良好的定位,稳固的结构,优秀的服务使阿里巴巴成为全球首家拥有超过800万网商的电子商务网站,遍布220个国家和地区,每日向全球各地企业及商家提供810万条商业供求信息,成为全球商人网络推广的首选网站,被商人们评为"最受欢迎的B2B网站"。

作为阿里巴巴集团旗下子公司,阿里巴巴公司是中国领先的B2B电子商务公司。从总的用户访问量来看,针对全球进出口企业的国际贸易网站(www.alibaba.com)和针对国内贸易买家和卖家的国内贸易网站(www.alibaba.com.cn)是最受欢迎的B2B网络贸易平台。阿里巴巴公司为全世界的中小企业提供有效的B2B电子商务解决方案。

阿里巴巴的历史可以追溯到1998年,那年12月马云和其他17位创建人在中国杭州发布了首个网上贸易市场,名为"阿里巴巴在线",1999年6月阿里巴巴集团正式运营。

2003年5月,阿里巴巴投资1亿人民币推出个人网上交易平台淘宝网(Taobao.com),致力打造全球最大的个人交易网站,2004年7月,又追加投资3.5亿人民币,2005年10月,再次追加投资10亿人民币。截至2005年12月31日,淘宝网在线商品数量超过1663万件、注册会员数突破1390万、2005年第四季度成交额达30.3亿人民币,占中国C2C市场70%的份额,遥遥领跑中国个人电子商务市场。

2003年10月,阿里巴巴创建独立的第三方支付平台——支付宝,正式进军电子支付领域。目前,支付宝已经和国内的工商银行、建设银行、农业银行和招



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



商银行，国际的 VISA 国际组织等各大金融机构建立战略合作，成为全国最大的独立第三方电子支付平台。截至 2005 年 12 月的数据，通过支付宝在淘宝网的日均交易额就已超过 2,000 万人民币，而且增势依然迅猛。

2005 年 8 月，阿里巴巴和全球最大门户网站雅虎达成战略合作，阿里巴巴兼并雅虎在中国所有资产，阿里巴巴因此成为中国最大的互联网公司。目前阿里巴巴旗下拥有如下业务：B2B（以阿里巴巴网站为主）、C2C（淘宝、一拍）、电子支付（支付宝）、门户＋搜索（雅虎）。

马云曾经这样描绘他理想中的电子商务世界："雅虎利用自己的内容去影响用户的消费倾向和习惯，然后有了需求之后的用户就可以在淘宝上交易，而他们的货源可以从阿里巴巴上获得。搜索是这些用户通向淘宝和阿里巴巴的通路，而支付宝则是一切交易的支付平台。"

7 月 28 日的阿里巴巴集团启动香港上市程序，阿里巴巴向香港联交所上市委员会正式递交了第一次上市申请，将阿里巴巴旗下 B2B（企业间电子商务）公司香港上市。只用了十年时间，以阿里巴巴网站为主的阿里巴巴集团形成了。

作为阿里巴巴创始人、首席执行官的马云也被著名的"世界经济论坛"选为"未来领袖"、被美国亚洲商业协会选为"商业领袖"，是 50 年来第一位成为《福布斯》封面人物的中国企业家，并曾多次应邀为全球著名高等学府麻省理工学院、沃顿商学院、哈佛大学讲学。2002 年 5 月，马云成为日本最大财经杂志《日经》的封面人物，《日经》杂志高度评价阿里巴巴在中日贸易领域里的贡献。

阿里巴巴集团目前的主要收入来源于收取会员费：阿里巴巴上的会员分为两种，一种是中国供应商；一种是诚信通会员。

"中国供应商"服务主要面对出口型的企业，依托网上贸易社区，向国际上通过电子商务进行采购的客商，推荐中国的出口供应商，从而帮助出口供应商获得国际订单。其服务包括独立的"中国供应商"账号和密码，建立英文网址，让全球 220 个国家逾 42 万家专业买家在线浏览企业。目前，中国供应商的会员费是 6 万～8 万元/年。

"诚信通"更多针对的是国内贸易，通过向注册会员出示第三方对其的评估，以及在阿里巴巴的交易诚信记录，帮助"诚信通"会员获得采购方的信任。诚信通的会员费是 2,300 元/年。

据阿里巴巴自己披露，截至 2008 年 9 月 30 日，阿里巴巴拥有 398,351 名付费会员，较 2007 年同期增长了 46%，较 2008 年第二季度增长了 8%。由于付费会员数目增加，阿里巴巴于 2008 年第三季度录得人民币 7.802 亿元总营业收入，较 2007 年同期增长了 37%，较 2008 年第二季度增长了 6%。阿里巴巴近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 年营业收入和净利润变化情况如下图，可以看出，阿里巴巴近 5 年营业收入和净利润均实现了稳定上涨。

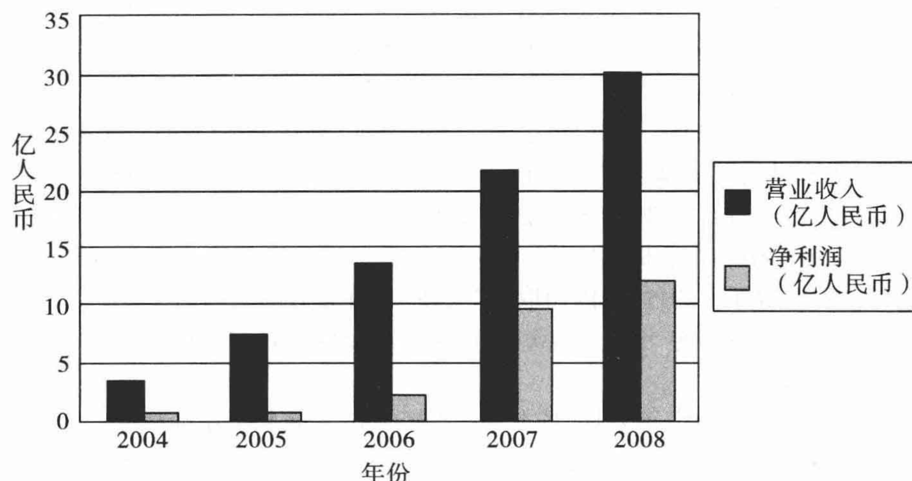


图 48－1　阿里巴巴 2004～2008 年营业收入和净利润情况

阿里巴巴于 2006 年末，花了三个月的时间"做了有史以来最大的一次组织架构变动"，明确了集团的架构，变成了一个控股公司，将各业务部门独立出来，成为 5 个全资子公司：阿里巴巴、淘宝、支付宝、雅虎中国和阿里软件。

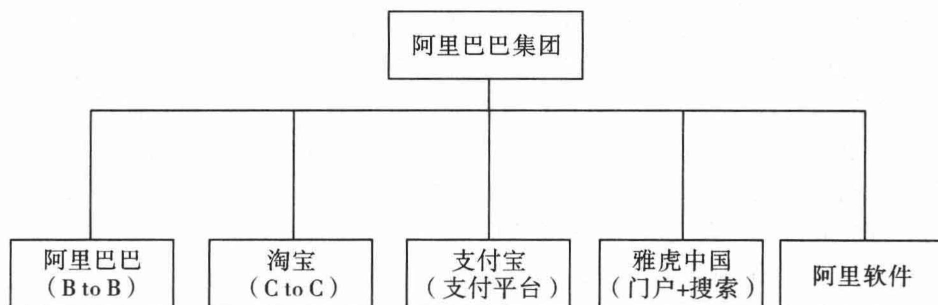


图 48－2　组织架构变动图示

对于企业管理来说，整个阿里巴巴是站在马云的肩膀上前进的舰队。其次是 COO 李琪，CFO 蔡崇信，CTO 吴炯，PR（公关）总裁金建杭，策划总裁曾鸣。COO 主要负责公司、人事、行政。CFO 负责财务、法务、投资、融资；CTO 负责技术；PR 总裁则负责公关及政府事务；策划总裁属于公司的参谋部，这就是阿里巴巴集团的组织结构。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)阿里巴巴融资过程

1999 年 3 月,马云用 50 万元在杭州创建了阿里巴巴。在阿里巴巴早期,资金极度紧缺。曾在投资机构工作的阿里巴巴 CFO 蔡崇信靠旧关系为阿里巴巴解了燃眉之急。在他的奔走之下,阿里巴巴开始了第一轮融资。

第一轮融资:1999 年 10 月,引入了包括高盛、富达投资(Fidelity Capital)和新加坡政府科技发展基金等在内的首期 500 万美元天使基金(所谓"天使基金"就是专门投资于企业种子期、初创期的一种风险投资。因为它的作用主要是对萌生中的中小企业提供"种子资金",是面目最慈祥的风险资金,帮助它们脱离苦海、摆脱死亡的危险,因而取得"天使"这样崇高的名称。)。

第二轮融资:2000 年 1 月,获得日本软银(SOFTBANK)的注资 2,000 万美元。

第三轮融资:2002 年 2 月,日本亚洲投资公司注资 500 万美元。

第四轮融资:2004 年 2 月,获得 8,200 万美元的战略投资。投资者包括软银、富达投资、Granite Global Ventures 和 TDF 风险投资有限公司等四家公司;四轮融资过后,马云及其创业团队仍然是阿里巴巴的第一大股东,占 47% 的股份,第二大股东为软银,约占 20%,富达约占 18%,其他几家股东合计约 15%。直至后来雅虎的加入,这种持股比例才发生了巨大的变化。

第五轮融资:2005 年 8 月 11 日,阿里巴巴集团与美国雅虎达成了长期战略合作伙伴关系。阿里巴巴收购雅虎美国在中国的全部资产,包括雅虎门户、雅虎一搜、雅虎 IM(即时通讯)、3721,以及雅虎在一拍网上所有的资产,并获得雅虎中国的运营权,雅虎美国则以近 10 亿美元投资成为阿里巴巴集团的战略股东。阿里巴巴实际收入 2.5 亿美元现金。其中包括雅虎的 7,000 万美元(购买普通股),以及软银的 1.8 亿美元(购买可转换债券)。淘宝成为 100% 控股公司。雅虎成为第一大股东,拥有 40% 股份。马云及其团队为第二大股东,拥有 28.2% 股份,软银为第三大股东,拥有股份 16%。

2007 年 11 月 6 日上午,阿里巴巴集团 B2B 子公司在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。阿里巴巴子公司共发行了 8.589 亿股,11 月 6 日,香港首发上市开盘报 30 港元,最终收报 39.5 港元,较招股价 13.5 港元上涨192.59%,一跃成为中国互联网首个市值超过 200 亿美元的公司。马云对阿里巴巴的股价表现很满意,而阿里巴巴承销商则宣布超额配售 1.137 亿股,使总集资额增加了 15 亿港元(1.98 亿美元)。在互联网领域,阿里巴巴以 17 亿美元成为继谷歌(Google)之后最大的首次公开募股(IPO)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 48－1 阿里巴巴集团融资历程

时间	金额	投资人
1999 年 10 月	500 万美元	富达投资(Fidelity Capital)、高盛(Goldman)、新加坡政府科技发展基金、InvestAB 等
2000 年 1 月	2,000 万美元	软银(SoftBank)、高盛(Goldman)等
2002 年 2 月	500 万美元	日本亚洲投资公司
2004 年 2 月	8,200 万美元	软银(SoftBank)、富达投资(Fidelity Capital)、德丰杰(TDF)、Granite
2005 年 8 月	10 亿美元	阿里巴巴全资收购雅虎中国，雅虎全球投资阿里巴巴 10 亿美元

二、各方评述汇集

(一)《广州日报》(2005 年)：聚焦阿里巴巴的三次私募

1. 日本软银“左手倒右手”

来自雅虎中国区总裁周鸿祎透露的交易方案为：雅虎将其在华所有业务转让给阿里巴巴，同时再加上数亿美元，最终总价为 10 亿美元，置换阿里巴巴三分之一股权。一到两年后，雅虎再全资收购阿里巴巴，可能需再支付 10 亿美元左右。周鸿祎本人已从雅虎收购 3721 的交易中套现离场，本月底将从雅虎中国区总裁位置上离去，照理说，这一切应该与其无关了。

这样的结果是，雅虎将其在华所有业务转让阿里巴巴，并付出数亿美元的目的，一是让阿里巴巴现有股东顺利套现，在此次交易中，作为雅虎和阿里巴巴共同股东的软银，很可能担当了中介人的角色，上演了“左手倒右手”的游戏。

2. 雅虎借以规避政策限制

作为阿里巴巴的第二大股东，软银前后对阿里巴巴共出资 8,000 万美元，占约 28% 股份，软银老板孙正义将通过此举成功套现他在阿里巴巴的风险投资，并将其在阿里巴巴和淘宝的控股股份转让给雅虎，8,000 万美元的投资能换来约 10 亿美元的回报，软银将大赚特赚。

二是雅虎借阿里巴巴以规避其目前在华发展部分业务时所受到的种种政策限制，雅虎中国业务始终不尽如人意，在雅虎全球中的地位排名中游，在亚洲



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大大落后于日本和韩国业务。这也与其外资身份有关，持股阿里巴巴不失为一种对策。

今天将对媒体公布的交易细节估计与以前传闻有一些不同，阿里巴巴召集媒体的目的在于告诉人们“他们做了一笔好买卖”，马云的第三次私募成功实现。

3. 阿里巴巴的三次私募

2000 年 1 月，阿里巴巴从软银及其他公司募集了 2,500 万美元，其中软银出资 2,000 万美元。

2004 年 2 月，阿里巴巴再从软银及其他公司手中募集到了 8,200 万美元资金，其中软银出资 6,000 万元。

2005 年 8 月，阿里巴巴出让 1/3 股份，换取雅虎数亿美元现金加股票及雅虎中国旗下全线业务。

(二)《东方早报》(2005 年)：雅虎－阿里巴巴收购案狼和羊的游戏

近日在互联网业界传得沸沸扬扬的雅虎－阿里巴巴并购案将在 24 小时宣布结果，如果没有意外的话，其最终版本大致是这样的：雅虎将其在华所有业务尽数转让阿里巴巴，同时再加上一定数量的美金，最终总价为 10 亿美元，置换阿里巴巴三分之一股权。根据约定，一到两年后，雅虎将收购阿里巴巴其余资产。

这似乎是个皆大欢喜的结局，参加交易的几乎每个人都有所得：阿里巴巴的投资方及经营者们通过与雅虎的这次交易，最终将得到价值 10 亿美元以上的现金或股份；而杨致远的雅虎，通过掌控阿里巴巴这只肥羊，不但得到了中国最大的电子商务公司，而且还获得了大举进军国内互联网市场的顺畅通道；至于马云，除了通过并购兑现大笔现金之外，很可能借此完成从羊到狼的转变，继续执掌囊括雅虎中国之后的新阿里巴巴——对新阿里巴巴来说，至少目前还找不到一个比马云更合适的领导者。

这桩即将成真的大并购为正在大受华尔街资本追捧的中国概念又添上了一层浓厚的华彩，仅仅在上个周末，被纳市投资者称为“chinesegoogle”的中国搜索公司百度在美上市，创下奇迹；再上溯半个月，美国企业界偶像级公司 google 宣布正式进军中国，还挖走了大受中国青年人追捧的李开复博士……这一切迹象似乎在暗示着一句话：中国概念又要火了！

不错，中国概念又火了，但仔细分析的话，会发现，2005 年的中国概念与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年、2000 年的中国概念大有不同。1999 年底，中国网民数量仅 890 万人，至 2000 年底，网民总量也不过 2000 万。彼时，阿里巴巴电子商务网站初创，新浪、搜狐、网易鼎足之势初成。马云、张朝阳、丁磊、王志东等互联网英雄虽然赢得大量公众眼球，但在他们背后的还都是一些中小风险投资，投资额充其量不过千万美元而已，即使有一些巨头到来，也均是浅尝辄止，试探运营而已。

再看今日，2005 年中国网民数量已达 1 亿以上。在这样一个庞大市场的诱惑之下，世界级的互联网巨头，除 AOL 之外，悉数到场，深度介入：最大的搜索公司 google，最大的即时通讯公司微软（MSN），最大的 B2C 电子商务网站亚马逊，最大的 C2C 电子商务网站 ebay……如果雅虎收购阿里巴巴成功的话，中国的互联网业者们将会发现，我们曾经风光一时的电子商务公司们已几乎全部“沦陷”于外资之手。

这不是战术问题，而是个战略问题。2000 年的时候，巨头们之所以不来，是因为他们嫌中国互联网业的水还不够深，吃不住他们这样的航空母舰；2005 年，1 亿网民的中国，已到蜜桃成熟时，雅虎们要来抢摘桃子了！

在中国，跨国巨头进入所造成的冲击是个普遍的长期的问题，不仅仅是互联网业所独有。但中国的互联网业其实是最有实力与跨国巨头抗衡的经济领域之一。中国的网络公司无论是在技术、意识、人才还是国际化和市场上，都与跨国巨头差距不大，即使在差距最大的资金方面，也在长期的融资过程中与对方形成了你中有我我中有你的局面。基于此，我们相信，本土互联网公司在接下来与跨国巨头的新一轮抗衡中，将为所有中国企业提供宝贵的经验或者教训。

我们无意排斥外资，但即使从企业竞争的角度，跨国公司对中国互联网业的介入过程，也确实应该给本土企业家以如下提醒：狼，该来的终归是要来的，它们不来，是因为羊还不够肥。所以，居安思危应是长策，在本土羊们变肥变大的过程中，切切不能忘记——一定要变强！现在必须面对这个问题了。以前我们用外国人的钱，但还是我们说了算，但现在外资大举进入的话，就不是了。

当然，跨国巨头的资本介入虽然对既有利益方造成威胁，但对于正在创业或者成长过程中的本土业者却是利好消息——没有人会跟钱过不去，他们将更容易地实现自己的想法或者将公司卖出套现。

在 2005 年的世界互联网版图上，基于用户自主信息生产和传播的 web2.0 技术正在吞噬着传统门户网站的阵地，但究竟是在中国还是在西方首先取得商业的成功尚属未知——这个成功很可能决定谁将掌握下一代互联网公司的制高点，我们希望，凭借新一轮对中国概念追捧的助力，本土互联网业者能够在此一机遇中拔得头筹！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(三)《证券日报》(2007 年):阿里巴巴欲跛足上市

也许只有上市前的缄默期,才能让"大嘴"的马云稍许消停一会儿,但是,马云毕竟是马云,和以往公司上市不同的是,在进入缄默期的封口之前,马云还是大大地过了一回嘴瘾,把阿里巴巴要上市的消息来个了广而告之。

据来自马云的消息,阿里巴巴即将展开在港上市程序,"赴港上市将是公司成立 8 年以来最大的挑战"。

上市本是一件好事,为什么在马云嘴里变成一个"挑战",马云并没有给出太多的解释。但是,对于长期以来一直口口声声表示"要么不上市,要上就整体上市"的马云而言,不知道把说出去的话收回来,算不算是一种挑战?亦或早已成为习惯?

马云旗下有阿里巴巴、淘宝、支付宝、中国雅虎、阿里软件等多家公司,把五个指头并成一个拳头上市,应该说是马云多年的夙愿,尽管他"并不缺钱"。但是,坊间人都很清楚的是,除了阿里巴巴,另外几家公司一直都处于赔本赚吆喝的层面,而且是赔得越多,吆喝声越大,当然,这也是马云不同于常人之处。与能够实现赢利的阿里巴巴相比,包括中国雅虎在内的其他四家公司,要么是烂苹果、要么是青苹果,之所以能够赔着本还一直吆喝着,其中主要原因就是靠红苹果阿里巴巴的供血和马云出卖股权所支撑。如果从这个层面来看,本次阿里巴巴上市,也可以被理解为:这个红苹果已经等不及那些青苹果成熟、烂苹果转世了,红苹果自己也需要被输血了。

按照资本市场上的惯例,这个红苹果上市后,那些青苹果和烂苹果上市的机会就已经很渺茫了,对于马云而言,那个"帝国"之梦最后的结局可能只是手里的一个红苹果。

不过,这个红苹果也就是红而已,并不一定会有多大,因为梦想要挤进"世界互联网前三强"的马云,没有选择在世界互联网巨头云集的美国上市,或者说,并没有被世界互联网巨头云集的美国所选择。同样,马云也没有选择刚刚创造了"网盛科技"神话的中国 A 股市场,或者被 A 股市场所选择。个中原因,外人很难猜出,不过,明眼人都清楚,从上市的门槛来说,香港股市是最低的,而在这个低门槛中,财务指标的宽松又占了绝大部分。对于财务状况一直被外界争议的马云而言,香港股市的低门槛的确应该是不二之选。不过,门槛再低,也是有门槛的,如果真到了发布招股说明书的时候,也就是揭开阿里巴巴财务面纱的时候了。对于马云而言,揭开面纱,恐怕才是最担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忧的挑战，"上市就像上拳击台，你将在所有人的注视之下，所以要准备好。"

门槛低的代价就是融资额的有限，如果以阿里巴巴宣称的每天仅上税就100万的财务指标的话，如果阿里巴巴在美国或中国A股上市，融资额恐怕要远高于香港上市。因此，对于马云而言，这个红苹果应该不是一个大苹果。

不过，就算是个中苹果或是小苹果，大头也不是马云自己的。两年前的这个时候，就在国人还在为到底是雅虎收购了阿里巴巴还是阿里巴巴收购了雅虎争论不休的时候，大洋彼岸的杨致远就在偷着乐呢，阿里巴巴的今天，其实早在杨的谋划之中。如今尘埃落定，也即将盖棺论定，对于两年前的"雅巴案"更为准确的形容应该是，阿里巴巴收购了雅虎中国，雅虎收购了阿里巴巴。如果要再形象一点的话，就是说，马云得了杨致远白送的一台电冰箱，同时马云又配了一把家里的钥匙给杨致远。几千块钱的冰箱和几块钱的钥匙相比，自然不同的人有不同的算法，只是不知道相当有才的马云是真糊涂呢还是装糊涂，总之两年来，嘴上是没吃过亏。

从这个层面来说，马云今天选择阿里巴巴的跛足上市，也许是迫于杨致远和软银等VC的压力，毕竟，在阿里巴巴上，软银等VC已经显示了超出一般的耐心，再不兑现真金白银，软银自己对自己都交代不过去了。

尽管阿里巴巴最终的上市还存在不少变数，但是对于与张朝阳、丁磊、马化腾等同为中国互联网第一批先行者的马云而言，这样的涅槃早就该来了，尽管"创办一家伟大公司比上市更为重要"。而对公众而言，也早就希望能够多少有些阳光，去照进谜一样的马氏帝国。

（四）《中评社香港》(2007年)：阿里巴巴上市：一个中国经济崛起的样本

国内最大的电子商务公司阿里巴巴B2B公司在香港联交所成功挂牌上市，开盘价30港元，较发行价13.5港元涨122%。因为投资者狂热追捧，阿里巴巴不仅成功融资17亿美元，瞬间创下全球互联网公司融资规模之最，也创下中国互联网公司市值之最。以开盘价计算，阿里巴巴B2B公司的市值已经超过200亿美元，成为国内最大的互联网公司。

财经时报述评文章表示，作为第一家以B2B概念在全世界范围内引起广泛关注的中国互联网企业，阿里巴巴被视为投资市场最盼望上市的互联网公司。以阿里巴巴为始作俑者的B2B电子商务模式，此前在国际上并无先例。在阿里



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴巴之前,在国际上也几乎没有一家类似概念的互联网公司上市。阿里巴巴借助于互联网,为中国乃至全世界的中小企业做了两件事,一是向全球买家展示中国企业,二是向中国企业提供国际买家,将中国企业长此以往的商业习惯向更高一级的行为阶层推进,使他们迅速地向网络商务靠拢,并得以提高自身实力和竞争力,从而为海外企业所熟悉。

无疑,促使阿里巴巴步入爆发式增长轨道的诱因之一,是中国制造、中国服务的快速崛起。当前,全球经济的发展正在由实体经济向虚拟经济转变,由大而强的经济模式向中小企业集群式发展模式靠拢,中国中小企业适逢其时,获得了极大发展,而阿里巴巴恰恰为中小企业的繁荣和壮大提供了一个绝佳的平台。

知名新经济观察家姜奇平认为,阿里巴巴的崛起代表了世界经济发展的趋势。传统观点认为,亚洲经济的发展模式应该是日本为代表的"丰田规模经济",不过,阿里巴巴的上市将成为中国经验取代日本经验的标志性事件,这是"中国经济崛起的样本"。

业内人士认为,欧美国家的经济结构与中印等国有较大区别,欧美的经济驱动力主要来自 IBM、微软、通用等大型公司,大宗交易也往往在大公司之间展开,但中国中小企业太庞大了,虽然中国经济也以国有企业为中心点展开,但占中国经济更大比重的依然是中小企业,他们之间的交易占整个国民经济的比重之大,远远超出欧美等国。

此外,在欧美,B2B 公司大多是作为大企业之间的供应链架构而为大公司服务的,是一个软件架构。这与国内情形迥然不同。因为这个原因,美国《福布斯》杂志在对全球互联网公司做分类时,将阿里巴巴归入了综合类。

互联网分析师吕伯望认为,阿里巴巴上市首日即冲破 200 亿美元市值,表明中外投资极为看好阿里巴巴及其所代表的 B2B 模式。如果说,在中国互联网的覆盖率仅为 20% 的时候,阿里巴巴的市值已经突破百亿美元,上冲 200 亿美元,那么当中国互联网的普及率增长到 40% 乃至更高之后,阿里巴巴平台的优势将更为凸显。

"目前来看,即便是最乐观的估计,也还是低估了阿里巴巴。"博客网总裁方兴东认为,阿里巴巴是以商业为核心的公司,与过于年轻化和娱乐化的百度平台相比,其商业价值的增长空间要大得多。尽管百度也在尝试进入 C2C 领域,但百度的定位首先是一个搜索和娱乐社区,用户买卖东西不会想到百度,百度进入电子商务是好事,但用户对新品牌的认知还是个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评1

阿里巴巴的成功不能看成是中国崛起，这只能说明是中国多种经济模式的并存，说好听点，只是中国先进生产力的一个简单代表。中国幅员辽阔，各种经济模式和经济差距同时并存，东西差距、南北差距，相差太大。沿海地区进入后工业化社会了，而个别西部地区还在农业化社会呢。不要忘记，中国更多的经济增长来源于初级产品的加工，赚取可怜的代工费，沿海地区为什么一次金融危机就把浙江、广东的GDP打到全国最后的排名，就很好地说明了这些。

本书点评2

在阿里巴巴的投资者中，有中国的投资者吗？没有，这恰恰说明了中国经济增长模式的落后，又有谁从阿里巴巴的成功中获得投资收益呢？中国资本的经营水平还在初级阶段，还没有很强的抗风险能力，所以有些中国资本还只能在一些传统的行业里打转转，最有兴趣的就是房地产了。都说温州人是中国的犹太人，目前看来还差很远了，也只能炒炒房、炒炒普洱茶等等，玩玩击鼓传花的游戏而已。中国资本还有很长的路要走。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四十九章 雅虎

一、案例背景

（一）雅虎简介

雅虎是门户网站兼传媒公司，诞生于 1994 年。雅虎公司业务遍及 24 个国家和地区，为全球超过 5 亿的独立用户提供多元化的网络服务。1999 年 9 月，中国雅虎网站开通。2005 年 8 月，中国雅虎由阿里巴巴集团全资收购。中国雅虎开创性地将全球领先的互联网技术与中国本地运营相结合，成为中国互联网界位居前列的搜索引擎社区与资讯服务提供商。中国雅虎一直致力于以创新、人性、全面的网络应用，为亿万中文用户带来最大价值的生活体验，成为中国互联网的“生活引擎”。2005 年、2006 年，中国雅虎分获由 IT 风云榜评出的“搜索引擎年度风云奖”和第五届互联网搜索大赛“搜索产品用户最高满意度奖”等殊荣。

杨致远，1968 年在台湾出生，7 岁时随母亲从台湾移民到美，在加州圣约瑟长大，后进入斯坦福大学学习，拥有斯坦福大学的电子工程学士及硕士学位。而博士学位没有修完就开始了自己的创业史。1993 年底，杨致远在攻读博士学位时开始使用因特网，当上网浏览器一问世，他和好友菲洛就像我们今天的网虫一样整天泡在网上，连博士论文都扔在一边。他们意识到，互联网信息浩如烟海，如果能有系统地把资讯分门别类整理，对他们将大有帮助。因此他们编写了互联网目录分类网页，他和他的学友戴维·菲洛各自设计了一个网站，在浏览时感到什么地方有可取之处，就把它们收到自己的网站里来，在家里搞起了联络号码本。起初，他们这样干是为了方便自己漫游互联网络内的网站，并与同道朋友分享其中之乐，但一段时间之后，当他们把网友名录撮合在一起并认真编制一番时，两人马上发现这一乐趣之中大有事业发展前途。于是，他们毅然放弃即将完成的博士学位，开发在网上具有无限前景和广阔市场的搜寻系统软件，并共同设立“Yahoo！”网络公司。很快，来“Yahoo！”浏览的人数大增，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使斯坦福的电脑网络应接不暇，因此斯坦福校方在年底，要求他们另寻公司，为"Yahoo!"提供电脑网络服务。认识到雅虎巨大的商业潜力，菲洛和杨致远迅速起草了一份商业计划。带着这份商业计划书，他们到处寻找风险投资家。终于在首家也是唯一的风险投资商红杉资本首轮 200 万美元的投资下，于 1995 年 3 月在加利福尼亚注册成立。

1996 年 4 月 12 日，雅虎公司首次公开募股，以每股 13 美元的价格卖出 260 万股，筹资 1 亿 3,380 万美金。1996 年以后，雅虎慢慢地从一个网址查询站，逐步向门户转变，作为网址查询站雅虎遵循的原则和后来的 Google 一样，让其用户尽快离开自己网站，但向门户转变后，思路就变成了增加使用者在网站停留的时间。雅虎通过开发和并购提供各种各样的服务给网络用户，从电子邮件到网络购物，很快雅虎新闻成为让雅虎用户停留时间最长的服务之一，同时品牌广告成为雅虎最主要的收入来源，雅虎逐渐将自己定位为一家媒体公司，这也给未来雅虎的发展埋下了祸根。2001 年，雅虎以天价期权挖来华纳兄弟前 CEO Terry Semel，并开始着手修复网络革命以来其与传统主流媒体之间的恶劣关系。随后，雅虎通过与上百家顶尖内容提供商合作，为旗下产品 Yahoo! Sports、Yahoo! Finance、Yahoo! Music、Yahoo Movies、Yahoo News 和 Yahoo! Games 注入了大量高品质的媒体内容，并发展出数百万网上付费用户。

表 49－1 雅虎上市表现一览表

时间	市场表现
1996 年	NASDAQ 成功上市
	股票从 13 美元涨至 33 美元
	市值近 10 亿美元
1997 年	净收入增长至 7,513 万美元，增长 2.5 倍
1998 年	首次年度盈利 279 万美元
	市值 91 亿美元
	305 倍市盈率
1999 年	市值 390 亿美元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)雅虎历程:从一个非商业性的想法到 NASDAQ 市场的"雅虎法则"

1. 事业缘起兴趣

像计算机时代的许多公司一样,雅虎开始于一个后来被成功证明的好想法,这个想法先是基于一个爱好,后来变成了创业者全力以赴的事业。1994 年 4 月,雅虎的两位开创者大维·菲和杨致远以休假的方式离开了他们正在攻读学位的斯坦福大学。因为他们发觉,跟踪互联网上的各种网站和保持它们这一爱好,需要他们投入更多的时间和精力。他们跟踪网站的时间越来越长,范围也越来越广。最终他们把注意力"糟蹋"在雅虎上。它们将雅虎改成一个大众化的数据库,提供互联网网站信息服务,以满足成千上万的网虫的需要。同时不断开发大众化软件以帮助网虫更有效的寻找、识别、编辑和储存互联网上的各类资料。

2. 从资本难寻到 NASDAQ 的"雅虎法则"

(1)第一轮融资:风险资本推动公司成立。

建立大众化数据库,开发大众化软件,都需要资金支持。他们是如何解决每一个企业在初创时期都会遇到的资金问题的呢? 高科技和新创意的孵化剂——风险资本给了他们大力的支持。

当时的产业背景是 Netscape 发布了其第一版浏览器的测试版。第一个发布广告的 WEB 站点已经出现,大众传媒已经大量报道互联网现象,风险投资基金已闻风而动,涌向 WEB 站点。

拿着正在攻读哈佛大学商业管理的老同学帮忙写的计划书,杨和大维开始不停地访问风险投资家和风险投资公司。最后他们找到了 SEQUOIA 公司,这家公司投资过数百家高科技公司,包括苹果公司、阿达利数据库公司等。

但是公司的合伙人 Mike Moritz 当时并不清楚雅虎的发展机会到底在什么地方? 杨致远把他们的模式称为"在网上提供免费服务",但是风险基金还从来没有投资过任何免费服务产品,雅虎缺少有经验的工商管理人才,名字也不像现在响亮。所幸,Mike 很快认识到,作为一种新兴媒体,雅虎孕育着巨大的商机。

包括 MCI、Microsoft、Netscape 等在内的其他投资者也找到了雅虎。美国在线(AOL)想收购雅虎。如果创业者答应,他们很快就会变成为百万富翁,事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却相反。美国在线收购不成，则威胁说，雅虎必须面对和AOL的正面交锋，AOL有足够的实力建立自己的“雅虎”，而且它们也有足够的实力购买一个雅虎的竞争对手。

Netscape也提出了自己的建议：股票互换，而且Netscape的股票即将上市，比起AOL的股票来价值更高，杨和大维同样拒绝了他们，他们要开创自己的事业。

1995年4月，与雅虎达成了合作协议，前者对后者估值400万美金，并以这一评估为基础注入了资金。雅虎也从此走上了它们艰苦卓绝的创业之路。

(2)雅虎高速发展。

雅虎“在WEB网站提供免费服务”，那么它是怎样维持它的日常运作的呢？雅虎提供“免费服务”的对象是使用互联网的普通网民。雅虎就是利用它广泛的浏览量和页面访问的次数来吸引工商企业到它的网站做广告。

1998年12月，雅虎的页面日点击次数达到了1.67亿次，而雅虎借以维持其运作的资金也就源于它的广告收入。1996年，仅同认及红附属公司签订的广告收入就达207.5万美元，该年雅虎公司实现的净收入为1,907.3万美元，是1995年时136.3万元的14倍。1997年雅虎公司实现净收入7,045万美元，1998年实现了2.03亿美元，短短4年时间，其净收入已经增长了近200倍。目前，雅虎的不同语种网站已经扩展了15个国家，雅虎中文网站也于1998年第四季度开通，雅虎还在亚洲、欧洲、加拿大设有自己的办事处。

(3)进入“死亡峡谷”。

根据风险投资的理论，创业者在筹集到宝贵的“种子资本”、“天使投资”得以创办公司、开发技术乃至获得新产品问世等一系列成功，甚至于开始获得收入之后，还会面临失败的风险。因为新兴企业往往只是凭一个技术上的设想，要把它变为现实的产品，要经过很多的实验，而且开发成功之后，作为一种全新的技术和产品，公司必须向消费者宣传推广，引导消费观念和消费方式。在该阶段，新兴企业耗费巨大，一着不慎，全盘皆输。有很多创业者壮志未酬，所创企业在该阶段就折戟沉沙，所以有人又把该阶段称为企业的“死亡峡谷”。

雅虎的成长过程同样经历了该阶段。与雅虎常规发展相对应的是其成本的高投入。雅虎的成本费用一般包括广告宣传费、新产品宣传费和行政管理费。其中，以广告开支为最多，1995年是12.6万美元，1996年达到380.1万美元。1998年第二季度一次性投入技术开发费用、兼并YOYODYNE公司及第四季度兼并等公司的费用，再加上无形资产的摊销，1998年实际净收入降为2,559



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



万美元。高额的投入和费用支出，使得雅虎不得不经常为资金的筹集而奔波。

(4)NASDAQ 第二次融资——走出"死亡峡谷"。

雅虎股票在 NASDAQ(美国第二板市场)公开上市筹集到的巨额资金，极大地解决了雅虎在其成长过程中遇到的资金问题，为雅虎的快速发展起到至为关键的第二次推动，使其顺利通过新设立公司成长过程中的"死亡峡谷"阶段。

1996 年 4 月 12 日，雅虎在美国 NASDAQ 市场以每股 13 美元的价格上市，发行了 260 万股，共筹集资金 3,380 万美元，以这笔资金为基础，雅虎公司的规模不断扩大，经营业绩也逐步扭亏为盈。1996 年公司每股亏损 9 美分，1997 年每股赢利为零(如果考虑一次性投入及无形资产摊销，则每股亏损 29 美分)，1998 年每股赢利 45 美分(如果考虑一次性投入和无形资产摊销则每股赢利 23 美分)。

雅虎作为 INTERNET 股票板块中的一支，不断飙升。1996 年 6 月份的一个月之内，雅虎的股价就上涨了 100%。1998 年，雅虎股价上涨到初次上市的 10 倍，而且这个价格包含了几次拆股的影响。1998 年 7 月 8 日进行一送一股票分割，1999 年 1 月 12 日，雅虎又一次宣布一送一股票分割。即便如此，1999 年 3 月 22 日，雅虎股票的均价仍达到了 179 美元。

(5)"雅虎法则"诞生。

雅虎股价的这种残升之势用传统的"股价收益比"完全无法解释，因为一直到 1997 年雅虎的收益还是负数，如何解释股价与收益的背离?

UPSIDE 杂志的主编 Richard L · Brandt 称之为"雅虎法则"，即只要"雅虎继续控制着史无前例的价格/收入比，互联网将继续是投放金钱的巨大场所"。也就是说，在互联网时代，一只股票的价格不再是以公司的收益做参照，而是以他的收入为参考指标。一个公司收入的高速增长，也确实反映了该公司成长的能力和潜力。

二、各方观点

(一)《纽约观察者》资源专栏作家释伦：雅虎"国际精英索引"

对巨额无形资产的确认，是风险投资最显著的特点之一。"Yahoo!"尚未营业，没有销售收入，没有利润，但风险投资公司已确认他们拥有 400 万美元的资产了。公司成立刚刚一年，两位创业者就从穷学生一跃变成令世人瞩目的亿万富豪了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1997 年至今,一个以紫黄两色为幸运色的纯网际公司在美国科技股排行榜上力挫群雄,以 900% 的年增长率的优秀业绩揭开了“科技世纪末狂潮”的序幕:

公司内部的会议室被冠以各种稀奇古怪的名字:“鲜血”、“冰雹”、“浓雾”、“蝗灾”、“沸水”等,圣经中的人间苦难被一个不落地罗列出来;

一群平均年龄在 25 岁左右的年轻人聚在会议室里打弹子,广播声嘶力竭地咆哮着北欧的“死亡摇滚”;

创始人之一,一位台湾移民,29 岁,戴一块 5 美元的手表,正在聆听广告部主管一个价值 400 万美元的计划书报告;

另一位创始人,一位土生土长的美国人,32 岁,穿着皱巴巴的牛仔裤和印有公司标的 T 恤衫,在走廊的自动售货机前站了很久,希望能找到几个硬币买罐可乐,但却失败了。值得一提的是,此人光着两只脚,而且,据说他从来都是这样;

这个公司目前市值 53 亿美元;

这个公司就是雅虎(Yahoo!)。

上过互联网的人,没有不知道雅虎的。雅虎不仅是互联网上一个著名站点,而且它的存在还改变了美国人的网上生活方式。现在雅虎已成为世界上最有名气的品牌之一,无形资产至少价值几十亿美元。拥有雅虎这一品牌的雅虎公司,也成为全球信息产业新崛起的一颗最耀眼的明星。

(二)《网络时代》:顺应潮流造就雅虎的成功

雅虎的成功,缘于他们适应了因特网发展的潮流。雅虎适时迎合了广大用户在信息汪洋大海中查找信息的需要。其发富基础的最大优势,是那数量巨大(百万计、千万计!)的“访问者”。为了争夺“访问者”,他们已在世界建立了 13 个国际站点。除英语外,还有日语、法语、德语、意大利语、丹麦语、挪威语、瑞典语、韩语等。他们重视操不同语言的用户群,强调用适合他们语文传统的“本地化”服务去吸引用户。这可以使我们从一个侧面观察在网络时代,一种语言文字的价值和生命活力。

(三)中国证券报:雅虎微软谷歌:三国演义

天下之势,分久必合,合久必分。在世界互联网的疆土上,三足鼎立的格局,似乎正不可避免地被雅虎、微软合力共抗 GOOGLE 的新图景所取代。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以寡敌众的战争牵动世界互联网神经的微软、雅虎收购战是场以寡敌众的战争。

杨致远毫无疑问已经成了孤家寡人。可以理解，“雅虎酋长”对一手创办的雅虎有着父亲对儿子一般的感情，他有充分的理由坚守阵地直到最后一刻。但除了他自己，还有几个人愿意坚守到2月12日，一群与杨致远持不同意见的雅虎小股东首先发难，发起了“雅虎B计划”，考虑将持有的雅虎股票高价出售给微软。活动发起人为埃里克·杰克逊，参与者为雅虎现有员工和前员工，他们持有的雅虎股总计为210万股，占雅虎已发行股票的千分之二左右。很快，雅虎第二大股东也站出来挖杨致远的墙脚，2月13日，雅虎第二大股东美盛资金管理公司的董事长比尔·米勒表示，如果微软能够提高收购价格，那么雅虎的一些大股东就将向微软出售持有的雅虎股票。美盛持有雅虎近9%的已发行股份。

在拒绝微软2月1日提出的446亿美元的收购要约后，杨致远在写给股东的信中说：“我们拥有很多优势……雅虎董事会和管理团队仍然决心为所有雅虎股东谋求最大的利益。这是一个伟大的公司，我们正在为使其变得更加美好而努力。”但是，在此之前，1月30日雅虎宣布，将裁减约1000个职位，占雅虎员工总数的7%。也是在同一天，雅虎公布了2007年第四季度财报，显示净利润为2.057亿美元，每股收益0.15美元，同比下降23%。在这样的事实面前，谁还能那么执著地相信杨致远？

雅虎的大股东基本上全部都是机构投资者。作为投资者，他们从不把所有鸡蛋放到一个篮子里，其中大多数也同时买了微软的股票。譬如，雅虎的第一大股东Capital集团，同时也是微软的最大机构投资者，雅虎最大的10个机构投资者中至少有4个也同时投资了微软，并且大多数投资者在微软投入的资金都要数倍高于在雅虎投入的资金。这意味着，这些投资者因为在微软中的利益，肯定不会坚定站在杨致远一边。

实际上，微软在2007年就曾向雅虎提出过收购要求，但那时微软是跟雅虎的董事会沟通的，没有牵扯到雅虎的股东，可以说是很礼貌的一招软棋。而此次，微软以公开信的形式提出收购，就是要开始打雅虎股东们的心理战，让杨致远众叛亲离，最终在股东的压力下就范。

杨致远并不能对公司绝对控制。资深互联网专家指出，目前，除雅虎的联合创始人大卫·费罗还持有6%的雅虎股份外，其他雅虎的董事会与管理层成员包括杨致远，以及早期投资人包括日本的软银等，他们共同持有的雅虎股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经到了可以忽略的地步。600余家机构投资者合计持有88%的雅虎股份，他们才是雅虎股东的主体。而股东手中有替换董事会的权利，现任的雅虎董事会成员将在今年6月全部到期。所以，如果微软拉拢到了雅虎股东的心，而杨致远又继续对雅虎坚守不放，那么，很有可能在股东大会的选举中失败，被排挤出下届董事会，最终还是让微软得手。

除非，杨致远能在短时间内重振雅虎，让股东们重拾信心。

不切实际的雅新合作。2月13日，传出新闻集团要掺和雅虎收购的消息，据说雅虎正与新闻集团协商合作，雅虎将业务与新闻集团的MySpace等互联网资产合并在一起，新闻集团和一家私人股权投资公司将购入部分雅虎股权，购入的上限为20%。交易完成后，雅虎仍将保持独立。

看上去这似乎是杨致远的一个机会，但是这个方案同样面临着许多问题。首先是钱，以目前美国信贷市场的状况，新闻集团和私人股权公司真的能拿出巨资来收购雅虎的股份吗？另外，由于MySpace与google之间存在合作的关系，而如果雅虎真与新闻集团合作，把业务与MySpace结合到一起，那么就涉嫌与google联手垄断市场，必将引起监管当局的警惕。

目前来看，杨致远纵然不情愿，但似乎也已经无力回天了。2月20日，雅虎针对所有员工出台了一项离职补偿计划。根据该计划，公司管理层及全体员工如果在公司被收购两年内离职，将获得至少4个月的薪水。此外，无故就被辞退的员工及以“正常原因”辞职的员工将获得健康保险及求职协助等。看上去，雅虎公司似乎已经开始着手安排后事了。去年10月，杨致远在一次会议上曾说：“担任（雅虎）CEO是很孤独的工作……我每天都提醒自己，是我开始了这家公司的创业历程……我们必须重振雅虎品牌。”今天，杨致远的重振雅虎计划正面临前所未有的挑战。

大势所趋的微雅合流。微软对雅虎的收购其实是“势”的催动使然。

从雅虎方面来看，往日的辉煌似乎越来越遥不可及。虽然从1994年起，传奇般一跃成为互联网的头牌，到2007年在全球20多个国家已经有超过5亿的客户，但近几年却由于创新不足而日益现出疲态。由于发展的不良，本已退隐的杨致远再次出山任CEO，却依然难挽颓势。也许，“衰退”二字已成为雅虎所处形势的无奈解释。

而从微软方面来看，一直以迅速而敏感的反应积极进取。2007年5月18日，微软宣布以约60亿美元的价格收购网络广告公司aQuantive。2007年10月25日，微软又以2.4亿美元参股Facebook。而2008年伊始，又将收购目标锁定



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了雅虎。

而google方面的形势则是一路高歌猛进，Google在2004年上市后不到一年的时间里，股市市值就超越了上市已经10年、在互联网老大位置上也坐了整整10年的雅虎。2007年度，Google的营业收入达到166亿美元，是雅虎的2.4倍。据分析，如果微软可以实现对雅虎的收购，就将会掌握大约27%的搜索引擎广告市场份额，但即便如此，以谷歌的65%的市场份额，雅虎微软即便合流，形势也不容乐观。

另外，从美国经济环境来说，次债危机造成的衰退阴影正笼罩在每个投资者的心里。尽管财长保尔森反复呼吁，让大家对美国经济保持信心，而这却正是美国当下最缺乏的东西。这也是为什么"求变"成为了当前最核心的心理意识。

所以，在这样的大势下看，微软与雅虎的合流是顺乎潮流的选择，一个难阻衰退，一个积极进取，两者又同时面临强大的google。另外，最终能决定收购成功与否的还是投资者，而从目前来看，无论杨致远怎样奋力扭转，时间站在了微软一边。

(四)埃里克·杰克逊《雅虎四年衰退的原因》:雅虎衰败四大原因揭秘

Infire Capital总裁杰克逊指出，缺乏主打产品、高管自我封闭、容忍不表现的企业文化和母体组织结构，是导致雅虎长时间衰退的主要原因。

1. 缺乏主打产品

自雅虎创立之初，该公司就一直染指了过多的产品。在泡沫1.0至泡沫2.0期间，雅虎以高估价在市场上收购了太多的创新企业。但是如何将这些企业整合到雅虎当中，却是一件难事，这也使得雅虎内部出现太多不相关的业务。

2. 高管自我封闭

雅虎高管经常不参加那些市场表现不佳部门的低层管理人员讨论会。一位已从雅虎离职的雅虎说，"我需要同一名高管进行会谈，然后就同一件事与另外一名高管进行会谈。我也知道有人向他们提过意见，但他们从来也不听取这些意见。雅虎内部存在过多的计划，我们更需要的是执行。"

3. 容忍不表现的企业文化

在一段时间之后，看上去绝大多数的雅虎员工都放弃了想要变革的想法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当员工想要努力时，高管对此置之不管。因为许多员工都认为，在其他公司他们不会得到类似的职位，因此最终他们都选择了沉默。

4. 母体组织结构

设置母体组织结构，原先的想法是克服一家大型的全球性公司出现的复杂性问题。这也就意味着，雅虎会依据不同的地域任命多个高管，但他们又管理着相同的产品或结构性的任务。换句话说，雅虎员工就需要同时向多个上级汇报工作。这就使雅虎员工产生了混淆，到底谁应当对产品负责。

（五）郎咸平：从雅虎酋长黯然离场到 PPG 神话的悄然破灭

雅虎创立之初，提供的核心服务是"网络资源指南"即互联网搜索引擎的一种，1996 年雅虎在纳斯达克成功上市，经过多年发展后已成为一家全球性互联网公司，在许多国家实现了本地化，为用户提供包括搜索引擎、综合信息、通信和购物等多元化服务，并曾经一度摆脱互联网经济泡沫破裂引发的震荡，赚取了更多的利润，这个时段的雅虎获得的巨大成功与杨致远的明智决策与辛勤努力是分不开的。

但在谷歌兴起之后，雅虎依然痴迷于通过提供更丰富多彩的自家内容和服务来吸引消费者，而不是利用提高自己发家致富最擅长的搜索引擎功能来帮助客户找到互联网有用信息。到底让自己成为一个金碧辉煌的门户网站，还是无所不能的强力引擎，正是这一决策的失误，令同为斯坦福大学校友创办的谷歌大举赶超，成为新一代互联网搜索业务的龙头老大。

强势对手不断涌现，互联网搜索市场逐步形成谷歌、雅虎和微软 MSN 三国鼎立的局面。雅虎的市场份额开始明显缩水，虽努力在搜索广告领域与谷歌对抗，但收入却依然过度依赖于品牌广告。在连续三年业绩下滑、高层干将不断离职、连续裁员的大背景下，杨致远拒绝了微软 475 亿美元的并购方案，选择了谷歌进行广告合作，寄望借助斯坦福校友的拉动力带动雅虎走出困境，可谷歌最终在美国反垄断机构的法律质疑面前放弃了合作，雅虎自此更是深陷重围，难以自拔，复苏的春天遥遥无期。

任何商业行为的最终本质都将回归到参与者提供的产品本身。被五光十色的表象迷惑的人都会栽跟头，无论古圣先贤还是一代天骄在这一事实面前都无法躲闪。对基于互联网而发轫的电子商务领域来说，网络具有无法比拟的放大口碑的能力，创业者必须擦亮眼睛，对于自己的产品及服务需要做到精益求精地苛刻挑剔，才能使自己的产品拥有骄人的亲和力。只有坚守创业之根本，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



习惯于换位思考,不断深化密切产品与消费者的关联度,稳健扎实地放大互联网口碑,才能最终成就产品价值。如果一味沉迷于夸耀自己而不肯踏实做事,PPG 的反面范本刚刚出炉,热气腾腾地摆在面前。

从“雅虎酋长”杨致远的黯然离场,到风光一时的 PPG 神话破灭,一石又一石的千层浪尚未退却,诸多的相似和非相似表达出哲学中最朴素的本质与表象的关系,归根到底,是看清事情的本质:消费者才是上帝,谁赢得了上帝青睐,谁就能荣耀过市;做好自己的本分:一旦你所能够提供的产品与服务变了味儿,上帝们就会站定,左思右想选择自己到底要什么,然后跑光光。前事不忘,后事之师;前车之鉴,引以为戒,这可能是风云变幻中最值得牢记的。

本书点评

科技型公司转型成功的案例并不多见,苹果、甲骨文等算是值得称道的。面对行业逆境,要改变公司原有的发展、运营道路何其艰难。在发展顺利时不断创新,才能保证企业的生存,固守不前只会面临淘汰出局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五十章　药明康德

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

药明康德新药开发有限公司于2000年成立于上海，是中国领先的制药和生物制药研发服务供应商。药明康德以新药研发为首任，以满足客户需求为宗旨，向全球制药公司和生物制药公司提供全方位、一体化的实验室研发和研究生产服务。服务范围从药物研发化学服务到生物服务，再到用于研发的大规模原料药的生产，一应俱全。

药明康德通过向合作伙伴提供优质、高效、高性价比的外包服务，帮助他们缩短新药开发周期，降低新药开发成本。公司管理团队由一批具有丰富医药研发经验和西方管理经验的留学归国博士以及工商管理硕士组成。其高层管理团队共拥有超过200项的已授权和申请中的专利成果，800多篇高水平学术论文，以及平均14年在国际一流制药和生物制药公司任职的经验。

公司拥有一支超过2,100人的科研团队，以及位于上海外高桥保税区内630000平方英尺的研发中心，位于上海金山区220000平方英尺的cGMP生产基地和位于天津130000平方英尺的研发中心。药明康德凭借雄厚的实力，能够向合作伙伴提供新药研发价值链各个环节的高质量服务。2007年，药明康德拥有80多家客户，包括9家全球排名前10位的制药公司。

药明康德董事长兼首席执行官李革又向他的目标——建立一体化研发平台，缩短新药进入市场的时间——迈出了关键性一步。2008年1月，药明康德宣布斥资近1.6亿美元收购美国AppTec公司。药明康德是在纽约证交所上市的医药研发外包企业，AppTec则是美国一家为生物医药及医疗仪器公司提供药物测试、合同研究及研发的服务公司。

“收购AppTec后，药明康德的研发业务覆盖了化学医药、生物制药及医疗仪器。”李革表示。这种全覆盖的研发能力让药明康德足以自傲，“国际上还有哪家服务性的企业具有这种能力？”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但药明康德整合行业资源的步伐仍在加速。1月28日，药明康德在上海举办其首届供应商大会，加强与其供应商在商业模式和提供产品、服务上的沟通。与很多外资服务性企业进入中国的"in China for China"战略不同，药明康德的战略是"in China for world"，"药明康德将实施全球采购，整合全球最优的资源，进一步增强我们的服务能力和规模。"

走过了企业成长初级阶段的药明康德，正在向资源整合的新阶段迈步。

成立于2000年底的无锡药明康德是李革第二次创业的产物。1993年，李革从哥伦比亚大学化学专业博士毕业。凭借其在攻读博士期间发明的专利技术"标记的组合化学技术"，李革获得了风险投资，在美国第一次创业，创办了一家生物医药公司。该公司于1995年在纳斯达克上市成功。在此过程中，李革对美国新药开发的技术和市场运作掌握了第一手经验。

1999年，李革受邀回国访问考察。此时，国内的医药研发市场还处于初级阶段，医药研发外包业务这种商业模式在国内甚至还未为人所知，国外对国内在医药领域的知识产权指控更是层出不穷。但已经具有医药研发技术和商业运作经验的李革敏锐地感觉到，在中国开展医药研发业务外包业务，具有人力资源和技术上的很多优势。

"在美国，新药开发的成本每年都在大幅度上升。药品每提早一年上市销售，整个美国医药行业相当于多获利5,000亿美元。但新药开发的成功率却只有0.1%，比太空技术的成功率还低。并且，新药开发的周期越来越长。"

导致如此低的开发成功率，"关键是人力资源的限制。新药开发需要合成大量新的化合物。但美国医药公司的人力资源是有限的。副总裁陈宏伟发表了200多篇论文，几十个专利，但在美国公司时，手下只有20多人的开发团队就算不错了。而在药明康德，他手下可以有200多人的技术团队，再加上有技术和实验室条件，大大增加了合成新化合物的能力，增加了新药开发的成功概率。"。

这种人力瓶颈是李革在美国经营其医药公司时遇到的最大障碍，这种障碍正是李革回国重新创业的最大动力。药明康德的价值在于："以药明康德的人力资源规模，把真正能做成药的化合物都做出来，实现了很多海外大型医药企业无法实现的能力。"

正是看中了国内的人力资源优势，2000年底，药明康德在无锡注册成立。其中，李革以自有的知识产权和资金入股。创业伊始，李革就确定了医药研发外包业务的模式，更类似于一个开放的开发平台：根据不同客户的需求，主要提供实验室研发服务，以及高级中间体和原料药的研究生产服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但当时，国内医药企业对医药外包业务模式还很难认可。大型医药企业有自身的开发部门，而中小型医药企业又无法承受外包的成本。药明康德只能“身在中国，心在国际市场”，凭借李革在海外的关系，市场重点目标指向国际。

国际大型医药企业的药物研发费用占到整个药物销售额的10%的比例，医药研发外包市场整体规模约为500亿美元。而国外医药开发成本居高不下，医药企业将其中的部分环节转移到亚洲等国进行，已经成为趋势。药明康德的诞生正逢其转型之时。

药明康德的第一个客户就是李革自己创业的第一家企业。至2002年第一个财务年度结束时，药明康德实现2,500万元人民币收入。2004年，药明康德的总收入超过1.7亿元，2006年这一数字在5亿元以上。2007年前三季度，药明康德的销售额已突破7亿元。今天，药明康德拥有80多家客户，全球前20家药厂中的18家以及前10家制药公司中的9家都在其中。

同时，药明康德的开发人员每年都在增加，到2008年初，药明康德仅在国内就拥有了2700人的开发团队，再加上收购的AppTec公司逾700人的开发队伍，“药明康德的新药开发能力已经超过了很多医药企业”。

表50－1　公司的财务业绩

以百万美元计（每股项目除外）	截至2008年12日31日的12个月	截至2007年12月31日的12个月	截至2006年12月31日的12个月	截至2005年12月31日的12个月
主营业务收入	253.49	135.21	69.94	33.78
总收入	253.49	135.21	69.94	33.78
主营业务成本	157.14	72.35	35.63	15.50
毛利总额	96.34	62.86	34.31	18.28
销售费用及管理费用（合计）	56.77	32.66	24.18	9.54
非经常性损益项目	60.50	0.00	—	—
营业费用合计	274.41	105.01	59.81	25.04
营业利润	－20.93	30.20	10.13	8.74
其他（净值）	1.05	2.44	0.04	－0.28



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

以百万美元计（每股项目除外）	截至2008年12月31日的12个月	截至2007年12月31日的12个月	截至2006年12月31日的12个月	截至2005年12月31日的12个月
税前利润	-18.97	35.40	9.25	7.20
税后利润	-14.95	33.90	8.85	6.13
扣除非经常性项目前净利润	-14.95	33.90	8.85	6.13
净利润	-64.20	33.90	8.85	6.13
普通股股东可获收益（不含非经常性项目）	-14.95	21.66	-35.15	-0.12
普通股股东可获收益（含非经常性项目）	-64.20	21.66	-35.15	-0.12
股权摊薄调整	0.00	5.62	0.00	0.00
摊薄加权平均股数	510.20	515.15	238.51	267.71
扣除非经常性项目的摊薄后每股净收益	-0.03	0.05	-0.15	0.00
每股股息-普通股首次发行	—	0.00	0.02	0.01
摊薄每股标准收益	0.05	0.05	-0.15	0.00

来源：Google 财经

本书点评

从报表上看，这是一家最典型的创业板企业，毛利额4年增加不到5倍，但是销售及管理费用4年却达到6倍，主营收入和主营成本都是对应地成倍增长，主营成本增长略高于主营收入，这就是为什么它亏损的原因。但对于研发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型企业是可以理解的，甚至是可以接受的。这才是真正的创业企业。但是管理费用的高速增长需要注意，这里有增效挖潜的潜力。

（二）历史沿革

表 50－2　公司十大基金投资列表

Name	Shares	Estimated Value of Shares *	Holdings	Shares Outstanding	Turnover Rating
Fidelity Funds China Focus	672,845	12.41 M	0.34%	0.13%	Low
Federated Kaufmann Fund	1.75 M	9.48 M	0.20%	0.33%	Medium
Fidelity Funds South East Asia Fund	370,235	6.83 M	0.16%	0.07%	Medium
Carlson Equity Asian Small Cap Fund	255,150	5.18 M	1.03%	0.05%	Medium
Legg Mason Partners Mid Cap Core Fund	800,000	4.78 M	0.87%	0.15%	Medium
Atlantis Intl Fund China Healthcare Fund	180,000	3.65 M	11.58%	0.03%	Medium
American Funds SMALL-CAP World Fund	230,500	1.84 M	0.02%	0.04%	Low
Jennison Health Sciences Fund	325,700	1.77 M	0.31%	0.06%	Medium
China Fund, Inc.	310,190	1.68 M	0.61%	0.06%	Low
TCW Small Cap Growth Fund	235,876	1.04 M	1.20%	0.04%	Medium

总部位于上海的无锡药明康德新药开发有限公司美国时间 8 月 6 日正式向美国证券交易委员会（SEC）提交纽交所上市申请，计划在纽交所发售近 1320 万份美国存托凭证（ADR），募集资金 1.715 亿美元，股份代码为“WX. NYSE”。

据药明康德提交给美国 SEC 的 F－1 文件披露，该公司将以每份 ADR 11～



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



13 美元的价格出售约占总股本 20.8% 的股份，一份 ADR 相当于 8 股普通股。此次 IPO 所筹资金将用于一个新的药品安全评估中心建设，可能的收购以及一个新药生产厂的扩建等。药明康德成立于 2001 年，是国内最早一批从事化学外包的合同研发机构(CRO)，专门提供化合物研究外包和原料药研究外包。3 家风投或私募基金，即富达、新加坡大华、美国 GA 分别持有药明康德 18.68%、15.92% 和 10.98% 的股权，均已投资 3 年或近 3 年。

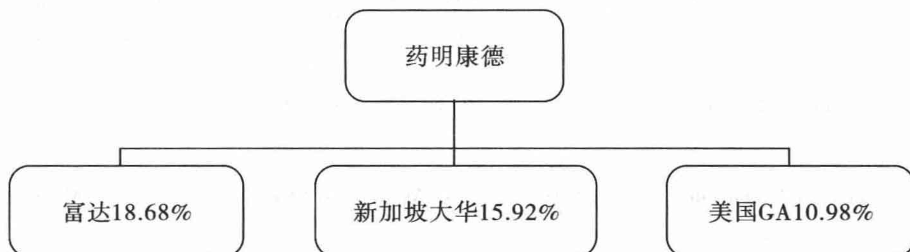


图 50－1　药明康德股权结构

二、各方观点

(一)《第一财经日报》(2007 年 7 月 27 日)：中国药物研发外包前景看好

药明康德企业传讯部负责人近日表示，关于上市的细节，要等正式上市后才方便透露。该公司总裁办人士则表示，公司总裁李革正在国外出差，其余细节尚不清楚。

如果药明康德此番成功上市，将是今年以来第四家在美上市的中国医药企业，在此之前，沈阳三生制药、贵州同济堂药业、江苏先声药业都已分别成功登陆美国纳斯达克或纽交所，是这两年来掀起的制药企业海外上市潮的延续。

药明康德是一家成立于 2001 年的以新药研发合同外包服务(CRO)为主的制药公司，在中国的 CRO 中，又分为化合物研究外包、原料药研究外包、制剂临床前研究外包和临床研究外包，药明康德主要承接外国制药企业的化合物研究外包和原料药研究外包。

由于中国研发成本的优势，在过去的几年中，类似药明康德这样的 CRO 公司获得了快速的发展，根据去年德勤亚太地区高科技高成长 500 强的评选结果，药明康德凭借过去三年内 244% 的平均增长率位列该评选第 173 名。2006 年，药明康德的收入已达 7,000 万美元(合同收入)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"CRO 的成长快,但资金的需求量也大,吸引风投和上市融资是将本土CRO 做大的一个有效途径。"同样从事 CRO 工作的万全科技药业总裁郭夏对记者说。

药明康德的快速发展正是得益于风险投资的青睐,目前,三家风投和私募基金,即富达、新加坡大华、美国 GA 分别持有药明康德 18.68%、15.92% 和 10.98% 的股权。

对于中国的 CRO 来说,未来的空间在于,全球医药市场每年的销售额大概是 5,000 亿美元,一般来讲,医药研发会占其 10% 的比例,这 500 亿美元的市场正是 CRO 的目标市场。在短短的五六年时间内,中国已涌现出了 100 多家从事 CRO 的企业。

但从近年已赴海外上市的医药企业表现来看,并非所有企业都得到类似"中国概念"的追捧。西南证券研究中心总经理张仕元亦向记者表示,从总体上来看,中国医药企业在海外上市的表现并不尽如人意,主要是由于西药缺乏核心技术、中药并不具备国际化标准的情况存在。

但对于具有创新前景和技术研发优势的企业来说,表现并不俗。如先前的深圳迈瑞和江苏先声药业,因拥有自主知识产权的医疗器械产品或者自主研发的新药,IPO 都受到了美国投资者的追捧。

(二)《华尔街日报》(2008 年 1 月 8 日):收购 AppTec 交易考验增长策略

药明康德新药开发有限公司(WuXi PharmaTech Inc.)斥资收购美国一家医药研发公司,凸现出了这家中国企业试图在不断增长的新药研发外包市场夺取更多份额的雄心。

作为中国最大的新药研发外包企业,通过向全球各大制药厂商提供中国相对便宜的研究人员服务,药明康德迄今为止取得了相当不错的发展。不过,此次收购将是对其战略的一次考验,因为药明康德通过此次收购获得的美国科研人员的研究服务成本可能会提高。

药明康德在周四晚间宣布以 1.51 亿美元收购 AppTec Laboratory Services Inc.,并承担后者 1,170 万美元的债务。AppTec 专门为医药企业、医疗设备生产商提供研究和测试服务。

药明康德总部设在上海,在纽约证交所上市。据瑞士信贷(Credit Suisse)驻香港的医疗保健分析师 Jinsong Du 的一份报告称,它之所以发展迅速,很大程



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度上得益于中国科研人员成本较低,他们年人均成本在30,000美元左右,而美国科研人员的年人均成本是他们的近10倍,达到250,000~300,000美元。

Du在一次接受采访时称,由于到目前为止药明康德按照上述业务模式的发展一直很不错,因此此次进入美国市场并非最佳策略,注定会对其赢利构成不利影响。

据收购交易声明称,药明康德2006年利润为1,730万美元,收入6,990万美元;Apptec 2007年预期收入为7,000万美元。

不过,Du在周五发布的一份研究报告中表示,我们依然对药明康德管理层的执行能力抱有信心,并且也很赞赏通过扩大客户群而获得的协同效应。

本书点评

这种收购是值得称道的好事,因为收购打造了更完善的产业链,特别是研发型的企业,这样才有资格谈打造自己的核心竞争力。

(三)新浪(2008年1月28日):医药行业第一单海外并购获批准

据JP摩根内部人士24日透露,由其担任财务顾问的无锡药明康德以1.63亿美元收购以美国为基地的App Tec Laboratory Services Inc.。1月24日刚刚获得美国反垄断法的批准,正式进入具体并购程序。这是国内医药行业第一单海外并购,该海外并购公司在开曼注册成立。

当天JP摩根发布的《2007年中国并购市场回顾》中称,中国并购活动交易额已达到历史高位。报告显示,过去几年中国并购活动主要有交易额不断增加、交易结构更加复杂、目标行业更为多元化这三个方面特征。报告预测中国并购活动将在2008年持续活跃,私募基金和企业联手收购将成为一个大的趋势。

JP摩根亚太区董事总经理顾宏地博士十分关注全球私募基金在中国的并购活动。他发现由于监管和社会方面的特殊因素,传统的全面收购机会已经不多,全球私募基金开始关注敏感行业中的知名公司被收购。他同时发现,私募基金在投资结构和方式方面表现出更多的灵活性,开始渐渐习惯了少数权益投资、多年的禁售期、采取与首次公开发售前融资及可换股债券发行,在某些情况下与对冲基金可以竞争了。

"同时,中国企业境外收购的意欲也日渐浓厚了",顾宏地博士表示:"中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的快速增长和充裕的流动性资金刺激了中国企业海外投资的增长，目前最活跃的行业包括自然资源、金融机构和科技、传媒及电信业。”

顾宏地同时提及中国企业境外收购商面临的政府审批、潜在政治敏感性、文化和整合问题、收购后的品牌形象问题和交易考量等多方面的挑战。

尽管如此，JP 摩根仍预期中国企业并购市场的交易额将继续增长、交易结构将更为复杂、目标行业将更多元化。顾宏地预测：“2008 年整个并购市场以境外并购为主导，境内收购同时保持活跃。与此同时，资本投资的压力迫使私募基金更为积极、进取及灵活。”

（四）《第一财经日报》（2008 年 12 月 15 日）：首个海外“敌意并购”

在 2008 年中国企业海外并购领域中，摩根大通也交出了很好的“成绩单”。2008 年 3 月，摩根大通在中钢 13 亿澳元并购澳洲铁矿石公司 Midwest 中担当收购方中钢的独家财务顾问。此次并购是中国企业第一次在海外资本市场上成功完成的“敌意并购”要约收购项目。2008 年 6 月，摩根大通在招商银行以46.6 亿美元收购永隆银行交易中担任招商银行的独家财务顾问。该交易为中国金融机构最大的跨境收购控股权的交易，也是香港银行业近 7 年来最大的并购交易。2008 年 7 月，摩根大通在中海油服务以 43 亿美元的企业价值现金收购 Awilco Offshore ASA 的交易中担任财务顾问。此交易创下数项第一，为中国公司有史以来最大的海外要约收购和中国公司有史以来在海外市场上进行的最大的 100% 股权收购交易。

面对摩根大通在大宗并购项目中频繁出现的身影，顾宏地告诉《第一财经日报》：“做可以影响到整个行业的大项目，当然可以最好地体现投行价值，但是一些摩根大通参与的相对较小的并购案，也十分有趣，且操作过程中可以让人学到很多东西。”

据顾宏地介绍，摩根大通 2008 年 1 月担任药明康德收购 AppTec Laboratory Services 的财务顾问时，虽然交易额度只有 1.63 亿美元，但在那个时期并购的成功率很低，能够成功完成这样一个并购对该领域还是很有影响的；并且看着一个小的目标企业逐渐壮大的过程也是让人感到十分愉悦的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五十一章 伊利牛奶

一、案例情况

（一）公司介绍

内蒙古伊利实业集团股份有限公司是全国乳品行业龙头企业之一，是国家520家重点工业企业和国家八部委首批确定的全国151家农业产业化龙头企业之一。

伊利集团下设液态奶、冷饮、奶粉和原奶、酸奶五大事业部，所属企业八十多个，生产的具有清真特色的“伊利”牌雪糕、冰淇淋、奶粉、奶茶粉、无菌奶等39类产品600多个品种通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。伊利雪糕、冰淇淋连续十年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶连续七年产销量居全国第一，伊利奶粉、奶茶粉产销量一直稳居全国前三位。

伊利于2008年的毒奶事件，声誉受到一定影响，但是这次事件中的检测结果显示，伊利以其35个受检样品仅有一例检测出了微量三聚氰胺的事实，再一次证明了其质量的可靠，是可以信赖的国产品牌。

（二）历史沿革

伊利集团前身为呼市回民奶食品总厂，最早系从呼市国营红旗奶牛场发展而来。1982年4月，呼市国营红旗奶牛场领取营业执照，主管部门为呼市牧工商联合企业公司。1983年11月，呼市政府决定将红旗奶牛场改为回民奶牛牧场和回民鲜奶食品加工厂。1983年12月，呼市牧工商联合企业公司呈报市政府，将分立的两场（厂）正式定名为回民奶牛场和回民奶食品加工厂。1984年3月，呼市回民奶食品加工厂正式登记注册，主管部门为呼市牧工商联合企业公司。1988年11月，呼市回民奶食品加工厂更名为呼市牧工商联合公司清真奶食品厂。1990年8月，申请变更为呼和浩特市回民奶食品加工厂，1990年11月领取营业执照，为具有独立法人资格的全民所有制企业。1991年11月，申请更名为呼市回民奶食品总厂，1992年6月领取营业执照。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年 12 月，呼市人民政府同意将呼市民奶食品总厂改为股份制改革试点企业；1993 年 2 月，经呼市体改委批准，在对呼市民奶食品总厂进行股份制改造的基础上，由 21 家发起人发起，吸收其他法人和内部职工入股，以定向募集方式设立伊利集团，并于 1993 年 6 月 14 日在呼市工商行政管理局登记注册。

1995 年 9 月 4 日，经内蒙古自治区证券管理委员会批准，1996 年 1 月，经中国证监会复审同意，本公司向社会首次公开发行 1,715 万股普通股股票。1996 年 3 月 12 日，“伊利股份”在上交所挂牌上市。1997 年 4 月 12 日，公司名称由“内蒙古伊利实业股份有限公司”变更为“内蒙古伊利实业集团股份有限公司”。

伊利集团是全国乳品行业龙头企业之一，也是国家经贸委评定的全国 520 家重点工业企业和国家八部委确定的全国 151 家农业产业化龙头企业之一。伊利集团生产的具有清真特色的“伊利”牌产品，凭借过硬的质量和良好的服务，行销全国各地，深受广大消费者的青睐和推崇。伊利雪糕、冰淇淋连续七年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶产销量居全国第一，伊利奶粉、奶茶粉产销量居全国前三位。1999 年“伊利”商标被国家工商行政管理局认定为“中国驰名商标”。伊利集团在全国食品行业首家通过了 ISO9002 国际质量体系认证；公司生产的 39 类产品 100 多个品种通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。

1996 年 3 月，伊利股票在上海证券交易所挂牌交易，上市以来，一直被评为“30”指数样本股和“中证·亚商中国最具发展潜力上市公司 50 强”。作为全国乳品行业唯一一家上市公司，2000 年实现全国同行业利税第一。伊利股份凭借良好的业绩和高速的成长性已成为证券市场公认的蓝筹绩优股。

2001 年，伊利股份主营业务收入达 27 亿多元，利税总额达 3.4 亿元。伊利股票每股收益为 0.82 元，在全国 1,175 家上市公司中排名第 8 位。公司连续第三年被评为“中证·亚商中国最具潜力上市公司 50 强”之一，并且排名由上年度第 24 位上升到第 5 位。2002 年上半年，公司完成主营业务收入 20 多亿元，比去年同期增长了 54%，每股收益达 0.48 元。伊利集团拥有全国最大的优质奶源基地——内蒙古呼和浩特市、呼伦贝尔大草原、黑龙江杜尔伯特大草原。

2004 年，伊利集团实现主营业务收入 87.35 亿元，比上年增长 38.67%；资产总额达到 48.5 亿元，同比增长 19.86%；实现利润总额 3.79 亿元，比上年同期增长 18.81%；净利润 2.39 亿元，比上年同期增长 19.81%；实现每股收益 0.61元。从 2003 年至今，伊利集团主营业务收入高居行业第一，一直以强劲的实力领跑中国乳业，并荣登 2002 年度中国上市公司经营业绩百强榜首。

截至 2004 年上半年，伊利集团连续两次入围“中国企业 500 强”，并连续六



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次入选"中证·亚商中国最具发展潜力上市公司50强",连续两次进入前十名;同年,作为国内仅有的两家企业,伊利和海尔跻身中国市场人气最旺品牌十强,并在中国500最具价值品牌评选中,伊利以127.87亿元的品牌价值列38位,位居中国食品业首位,是北京2008年奥运会全球合作伙伴。

2003年3月,伊利股份公告称,呼和浩特市财政局拟将所持公司2,802.87万国有股(占总股本的14.3%)转让给金信信托投资公司,转让价格为每股10元。四个月后,这部分股权转让获得批准并完成过户,金信信托成为公司第一大股东,受让的股权性质由国有股变为法人股。2004年3月,伊利股份发布关于购买国债事项的公告称,公司自主进行了直接的国债投资。从2002年11月起,累计汇款3亿元至闽发证券北京营业部购入国债。2004年12月27日,伊利股份接到通知,内蒙古自治区人民检察院因案件查办需要,对该公司股东金信信托投资公司所持有的该公司5,605.75万股社会法人股和呼和浩特华世商贸公司所持有的该公司844.85万股社会法人股予以冻结,冻结期限从2004年12月24日起至2005年12月24日止。2004年12月30日,金信信托针对所持有伊利股份法人股被冻结一事公开表示,公司原则上低调处理此事,计划派公司法律顾问前往内蒙古进行交涉。2005年1月4日,伊利股份发布公告称,公司于2004年12月31日接到内蒙古自治区公安厅逮捕通知书,因涉嫌挪用公款罪,内蒙古公安厅于2004年12月30日对公司董事长郑俊怀等5人执行逮捕。

二、各方观点

(一)《证券日报》(2004年12月27日):可重塑中国商业文化

1.公司治理是最大问题

首先,从伊利股份让人眼花缭乱的多个公司和不断变换的公司股权结构来看,伊利股份的操作已经给人以欲盖弥彰的感觉了。

华世商贸以伊利股份两名中层管理者名义于1999年注册成立,目的是解决管理层持股,2004年,该公司转让给自然人。启元公司注册于2001年,目的是在实行期权激励的情况下便于中高层管理人员持股,截至目前,伊利股份的中高层管理人员共获得期权奖励近500万股,均由启元公司持有。而在2003年7月,呼和浩特市财政局将手中的2,800万伊利国有股份卖给了金信信托,使后者一跃成为伊利的第一大股东,但金信信托没有派出一名董事、监事,没有提名一个管理层。这让市场怀疑金信信托只是受托收购,委托人不详。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们首先注意到，这次查处伊利股份事件的主角是中国证监会和内蒙古证监局，而非当地的司法部门，执行由内蒙古高级检察院出面。

对伊利股份的查处表现了中国证监会搞好上市公司监管和整顿上市公司的决心。在当今证券市场异常低迷时期，上市公司的治理成为了证券市场的头等大事。上市公司是股市的基石，没有良好的上市公司，股市的投资价值无从谈起。

而且，从成熟的市场经济国家来看，一旦经济不景气和股市低迷，金融界的查处风暴就格外地猛烈。华尔街已经经历过了，中国也会经历。

但是，伊利股份作为民营企业，受到了很多民营企业家的关注。而且是由证监会出面查处，的确非同一般。

2. 构建良好商业文化

各方对伊利事件的看法有一点是一致的，即伊利集团挪用伊利股份的资金的确是违反了相关规定和法律。伊利事件反映出上市公司的挪用资金问题，但刑事拘留意味着违法。现在有必要明确的是伊利到底是违法还是违规。不过，时至今日，伊利事件已经走上了必须有一个明确结论的道路。

反观证券市场，股市急切需要建立公正的标准，伊利事件处理得好就会成为公正的标准。在今天的股市上，正义是第一位的。有专家指出，假设伊利股份的确已经违法，证监会就应该作为公诉方，成为对伊利股份的起诉主体。这比中小投资者起诉上市公司有效得多。

证监会起诉上市公司将会促进中国商业文化的发展，为中国的市场经济建立信用标准。在起诉上市公司方面，对民营企业和国有企业应该一视同仁。如果处理不好，民营企业可能会丧失对中国经济的信心。

同时，有关人士建议，在证券投资基金持股比例达到一定水平之后，就应该让他们进入董事会，这样可以很好地完善公司治理。这需要修改证券投资基金法。

从过程来看，伊利事件和创维事件有类似之处，对后者相关的处理应该可以给伊利案件一个参照。目前，两案均在进行之中，各方尚需静观其变。

（二）《北京现代商报》(2004 年 12 月 23 日)：公司治理出现问题

继 12 月 1 日创维数码董事会主席黄宏生因涉嫌盗取公司资金被香港廉政公署起诉后，伊利集团董事长郑俊怀等 5 名高层管理人员，近日又因涉嫌挪用公款谋取私利，被公安机关刑事拘留。著名公司高层管理者频频出事，暴露了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国内上市公司治理机制存在的缺陷，完善公司治理机制迫在眉睫。

本来，企业上市后，就成了公众公司，按照现代上市公司的规则，管理者与股东是一种委托代理关系，他们受股东大会或董事会委托，对公司履行经营管理职责，对股东负有忠实诚信勤勉义务，其行为应该受到法律法规的严格约束。但是，一些上市公司管理者认为，上市就是从证券市场上圈钱，圈来的钱，就是自己可以任意支配的财产。伊利公司当初在明知亏损的情况下，还不断进行国债投资，有独立董事怀疑此举是公司资金体外循环的通道。伊利还将托管的八拜奶牛场大笔贷款挪用至华世商贸公司，而华世公司实际上是伊利部分高管亲属注册的公司。

造成伊利事件的深层次原因，是公司治理机制不健全。由于我国上市公司大多由国有企业改制而来，改制不彻底，股权过于集中，所有者不到位，董事会内部未能充分体现多元投资主体的利益，又由于股东大会形同虚设，监事会有名无实，少数管理人员大权独揽，为所欲为地侵害公司和中小股东的利益。今年6月，伊利原独立董事俞伯华等人曾发表声明，质疑公司存在的上述问题，并要求聘请会计师事务所进行专项审计，不久，俞伯华竟然被公司董事会罢免。正是由于伊利内部缺乏对管理者的有效监督制约，才发生了今天的丑闻。

从监管环节来看，以往对上市公司挪用资金、关联交易、违规操作等行为，证券监管部门往往惩处不力，一般只是加以公开谴责和少量处罚，对公司高管来说不疼不痒，受不到触动。因此，许多违规行为多次反复发生而难以杜绝。

上市公司作为公众公司，具有很强的社会性，其治理机制是否健全完善，直接关系到广大投资者的切身利益。为了防范上市公司的委托代理风险，保护投资者特别是中小股东的合法权益，应该按照《公司法》，建立起决策、执行和监督三者相互独立、相互制约的法人治理结构，建立起集体决策、可追究个人责任的董事会议事制度，并充分发挥监事会的作用，对企业财务和董事行为进行监督。同时，还应充分发挥独立董事、中介机构的监督作用。健全独立董事的提名、选聘机制，明确其责任和权限。有必要由独立董事牵头，设立审计委员会，以督促企业规范运作，有效制止公司管理者的违法违规行为。

证券监管部门和地方政府也应承担起相应的监管责任，加快建章立制，严厉处罚各种违法违规行为，将其尽量扼杀在萌芽状态，而不是等到公司问题成堆的时候再去谴责和调查。

面对上市公司频繁发生的高管违规事件，只有痛下决心、亡羊补牢、完善制度、堵塞漏洞、严格监管，才能走出国内上市公司治理所面临的困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）巨灵信息（2005 年 1 月 31 日）：信托责任有待提高

1. 思考之一：信托可否成为 MBO 的载体

MBO 是指公司的管理者或经营者利用自筹、借贷等方式所融资本购买本公司股份，从而改变企业内的控制格局以及公司资本结构，使企业的原经营者变为企业所有者的一种收购行为。在实施 MBO 的过程中，以《信托法》和《信托投资公司管理办法》等信托法律制度为依据，运用信托法律关系，将信托引入 MBO 领域，不仅可以帮助管理层解决资金问题，而且可以避免专门设立收购主体，从而简化整个收购方案。同时，根据《信托法》，受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密义务。正因如此，信托被引入 MBO 领域后大受欢迎。

在“伊利事件”中，人们关注最多的是金信信托是否涉嫌违规导演了伊利的 MBO，金信信托收购伊利股份国有股是投资还是受托？而区分这一点的关键又在于，金信信托收购伊利股份国有股的资金是自有资金还是受托于伊利高管层的受托资金。目前，所有这些尚无定论。而在这一事件中，人们首先应该警醒的是，信托可否成为 MBO 的载体。

无疑，在成熟的市场经济环境中，信托作为 MBO 实施的载体是完全可行的。但是，应该看到，在我国国有经济正处于转轨期，各项法律制度尚未完善，此时将信托引入 MBO 的实施中，无论信托采取何种方式参与到企业的 MBO 中，都隐藏着很大的道德风险。没有相应的法律制度作保证，国有资产的流失将难以避免。当然，因噎废食也是不可取的。所以问题的关键是如何尽快建立并完善相应的法律制度并加以落实，防患于未然。

2. 思考之二：如何监管信托 MBO

目前我国国有企业正处于转轨之时，某些企业高管人员借企业改制之名，行私分国有资产之实，早已不是什么新鲜事。实际上，信托 MBO 在于它解决了企业 MBO 实施中的两大难点：资金和隐蔽。据统计，2004 年，信托公司持有上市公司股权达 116 家，最多者一家信托公司持有 14 家上市公司股权。在如此多的上市公司股权收购行为中，有多少是信托公司的投资行为？又有多少属于信托 MBO？这一点谁都无法真正搞清楚。“伊利事件”是否属于信托 MBO，目前尚不清楚，所有说法都是人们的推测。但如果没有“伊利独董事件”，又怎么会引起人们对伊利利用金信信托搞 MBO 的猜想？在信托公司收购上市公司股权的行为中，还有多少不为人知的信托 MBO？在那些不为人知的信托 MBO 中，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还有多少委托资金是合法的？这些问号因为“伊利事件”不得不在人们的脑海中徘徊。

信托是一个特殊的行业，其特殊性就在于业务的复杂，这也同时决定了对其监管的难度。在我国对 MBO 行为的监管中，应该考虑的首要问题是国有资产流失问题。对此，虽然有关部门已经出台了相应政策，这些政策对防范企业 MBO 行为中的道德风险起的作用巨大。但因为信托 MBO 的隐蔽性强，所以很容易让这些政策法规付诸东流。因此，如何加强并落实信托公司的资金账户管理成为规范信托 MBO 行为的首要课题。

3. 思考之三：信托收购上市公司，是否应该披露实际控制人

在“金信事件”中，另一个为人关注的焦点是法律条款的冲突。按照《信托法》，“受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密义务。”但在证券市场，根据监管部门要求，上市公司要对收购方的实际控制人进行终极披露。

针对信托在收购上市公司时，是否应该披露实际控制人，有专家认为，针对信托公司收购上市公司股权的行为，监管部门应该制定专门的信息披露细则。在信托公司成为上市公司大股东时，应责令其披露背后的实际控制人。如果信托公司坚持其自有资金的投资行为，则应令其提供保证函，一旦日后查明为受人所托，监管部门应予以重罚，由此可能带来的对其他股东的损失，信托公司还应与委托人一起承担无限连带损害赔偿责任。实际上，这种做法并不一定能够真正解决问题。有业内人士表示，强令收购上市公司的信托公司公布其背后的实际控制人并不难，但不一定有效。如果委托人想通过信托公司控制某上市公司，除非将信托变成委托或代理，只要信托公司愿意，可以有很多方式合理合法地不去披露委托人是谁。即使所有的信托公司都披露了实际控制人，委托人可以利用信托公司以外的人去搞信托 MBO，这就是说，在信托公司成为上市公司大股东时责令其披露背后的实际控制人，并不能控制信托 MBO 这种方式在证券市场的运用。

（四）中国公关网（2007 年 4 月 14 日）：品牌管理值得重视

伊利高管事件的发生，表面上似乎只是一个高层管理人员涉嫌挪用公款的事件。这一简单表面现象的背后，隐藏了企业品牌管理一个大的缺陷。我们注意到，伊利的第四条核心价值观是：伊利人对企业，对团队，对同事高度忠诚。提倡讲真话，反对假话、空话、大话、套话。我们始终努力去做正确的事情，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诚实正直，坦率待人；我们的业务运作恪守法律的文字规定和内涵精神。我们坚信：不讲诚信，其道不正；不讲诚信，其财不远。我们在采取每一行动，做出每一次决定时，始终坚持公司的价值观和原则；我们坚守并履行我们的承诺，对公司忠诚，对客户真诚，对同事坦诚。显然，伊利的高管没有履行他们的诺言。中华品牌战略研究院认为，这种事件不仅在中国有，在国外也有很多。例如，曾经是"五大"(国际会计界最大的五个会计公司)之首的安达信，其品牌定位是，"在新经济中，成为用新方法创造、管理和衡量真实价值的领袖"。也是因为其高层对于"衡量真实价值"承诺的不忠诚，在一夜之间，破产倒闭。品牌价值观的意义在于，这个价值观是独有的，引人注目的，是运用企业资源可以达到的，并且是企业有强烈实现意愿的。当公司找到了这个独特的价值观，就应该仔细地呵护它，培育它，让它成为公司运作的核心。这就涉及良好的品牌管理。品牌管理既需要执行力，更需要决策力。

从伊利看品牌管理：

1. 领导的参与度

企业高层决定着企业的经营，也决定着品牌的建设。有些领导层认为，经营业绩需要兑现，是实在的成绩表现，而品牌建设是花架子，全凭广告吹嘘，或者是软文捏造。没有认识到，品牌就是公司的所思所想，所作所为。特别是公司高层的思想和行为，这些行为通过公司的组织结构，层层放大，最后凝结成为品牌形象。例如，韦尔奇的思想和行为，最后就成为通用电器的象征，比尔·盖茨成为微软的品牌形象。中华品牌战略研究院提出，领导者在企业品牌管理中至少要有最小的参与度，领导参与品牌建设的完整体系如下。领导者的参与程度从这个领导者参与程度的图表上，企业高层领导可以清楚地认识到，自己目前所达到的程度，并且认识到领导者参与的程度越高，企业品牌管理的效果就越显著这一道理。为自己下一步的行为做出更好的努力。

2. 企业行为忠诚于品牌承诺

领导决策力的投入是品牌建设的前提，在得到领导一定程度的支持后，品牌承诺的程度又表现为以下三个方面。一个好的企业品牌必须是忠诚于自己的品牌承诺的。依照高级管理层的承诺程度，公司的品牌塑造可能达到下述三种等级之一：对外宣传、客户联系或综合品牌。我们可以看到，伊利集团的品牌承诺程度，是属于第一个宣传性品牌程度的。伊利虽然对外塑造了一个"心灵的天然牧场"的形象，符合了他们"不断创新，追求人类健康生活"的企业理念，也赢得了一些消费者的认可。但是，此次伊利集团内部高管人员却没有遵守



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“心灵的天然牧场”的品牌承诺，而是给消费者造成了一个反面的影响。要达到第三种程度，必须是要企业文化、公司常规与品牌承诺相辅相成，使每一个员工的行为与品牌塑造融为一体。尤其是高层管理人员，更应该做出应有的表率和领头作用。

3. 品牌的一致性

在大型企业，普遍存在着无法一致执行预定信息的问题，那是因为他们在其他更重要、更基础的层面上没有达成共识。如伊利这么大的企业，网点遍布全国各地。除非能确保根本策略的一致性，如核心价值观与企业任务、企业哲学和品牌识别等，否则，只有执行上的一致，起不了多大的作用。各阶段的一致性愈高，品牌在顾客心中就愈鲜明、愈清晰、愈容易掌握。同时，一个品牌愈鲜明、愈容易掌握，就愈容易辨识，给人印象就愈深，最重要的是，它将愈值得顾客信赖。

本书点评

伊利从当初百余人的小厂发展至今天国内乳制品行业的龙头企业，郑俊怀功不可没，如果不是因为 MBO 事件，郑俊怀必将成为中国第一代企业家的典范。所以，中国企业家必须遵守游戏规则，保护公平交易，这样才能发展得持久。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五十二章　银泰百货：私募功夫在事外

一、案情背景

（一）银泰百货集团简介

2006年11月8日于开曼群岛成立的银泰百货(集团)有限公司(Intime Department Store (Group) Company Limited)，是一家在中国经营百货店零售及管理，以实现连锁经营、专业化、集约化为目标的大型零售外资企业。公司总部位于北京市建国门外大街2号北京银泰中心，公司董事长沈国军，为北京浙商协会会长，公司总裁周明海，管理学博士。该公司已于2007年3月20日在香港联交所挂牌上市，股票代码01833.HK。截至2008年7月17日，银泰百货主要持股人持股情况分别为：Intime International Holdings Ltd(沈国军全资拥有)，持有43.02%；Warburg Pincus(美国华平投资)，持有24.14%。



图52－1　银泰百货集团分店分布



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自集团旗下第一家旗舰店——浙江银泰百货有限公司杭州武林店 1998 年 11 月 16 日开业至今，该集团已经走过十年风雨历程。十年来，在各级政府及社会各界的关心支持下，银泰百货已取得良好的经济效益和社会效益，并在此基础上初步形成了全国性的百货集团公司的架构。目前，银泰百货集团除拥有北京乐天银泰百货以外，在浙江省已营业的百货店和购物中心达 9 家，包括杭州武林店、宁波东门店、宁波天一店、温州世贸店、金华福华店等；在湖北则拥有武汉世纪店、湖北鄂州店、襄樊店、咸宁店等 4 家。

以销售额计算，公司在浙江省已连续 8 年稳居浙江百货业第一。其中银泰百货武林店单店销售额和利润均排列全国单店前茅，店内多个品牌创下同品牌国内最高销售纪录，在 2005 年店庆 11 月 16 日当天以 8,000 多万元的业绩，创造了全国百货店单店单日销售新高；2006 年，销售额 20 多亿、利润和税收超 3 亿。2006 年全集团（含参控股企业）总销售收入达 676,342 千元，增长约 42%；这一指标在 2007、2008 年则分别达到 884,059 千元和 1,232,827 千元，分别实现增长 30.7%、40.6%。

表 52－1 2003～2007 年银泰集团简要财务数据合并表

	截至 12 月 21 日整年度				
	2003 年 人民币千元	2004 年 人民币千元	2005 年 人民币千元	2006 年 人民币千元	2007 年 人民币千元
经营业绩					
收入	248,619	325,706	477,964	676,342	884,059
除所得税前利润	89,082	148,030	202,139	300,623	512,469
年度利润	56,861	93,528	136,156	219,509	374,856
应占溢利：					
－母公司权益持有人	30,705	50,506	85,970	206,406	378,368
－少数股东权益	26,156	43,022	50,186	13,103	(3,512)
全年每股股息（人民币元）	不适用*	不适用*	不适用*	不适用*	0.064
每股基本盈利（人民币元）	不适用**	不适用**	不适用**	0.15	0.22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	2003 年 人民币千元	2004 年 人民币千元	2005 年 人民币千元	2006 年 人民币千元	2007 年 人民币千元
	于 12 月 31 日				
资产及负债					
每股摊薄盈利（人民币元）	不适用***	不适用***	不适用***	不适用***	0.22
总资产	838,106	913,388	1,481,507	2,246,099	6,195,272
总负债	(670,019)	(700,298)	(1,003,645)	(1,337,691)	(2,152,106)
权益总值	168,087	213,090	477,862	908,408	4,043,166
－拥有权益	91,547	115,795	300,639	903,408	3,873,557
－少数股东权益	76,540	97,295	177,223	－	169,609

*本公司于 2006 年注册成立以来，并未派发任何股息。

**于 2003 年、2004 年及 2005 年并未呈示每股基本盈利，由于本公司股份于 2006 年获发行。

***于 2003 年、2004 年及 2006 年并未呈示每股摊薄盈利，由于该等年度内并无发生摊薄事件。

根据 2008 年报显示，上表中各项数据分别为（人民币）：收入 1,232,827 千元、除税前利润 484,090 千元、年度利润 368,860 千元；权益持有人和少数股东权益应占股利分别为 383,797 千元、（14,937）千元；全年每股基本盈利 0.21 元、每股摊薄盈利 0.21 元；总资产 7,186,874 千元、总负债（3,467,430）千元、权益总值 3,719,444 千元。

在取得良好经济效益的同时，公司通过积极开展双文明建设，取得了良好的社会效益，近年来获得"浙江省知名商号"、"中国服务业 500 强"、"浙江省百强企业"、"杭州市百强企业"、"浙江省消费者信得过单位"、"杭州市商贸特色企业品牌单位"、"杭州市来杭投资先进企业"、"杭州市物价信得过单位"、"杭州市纳税大户"、"下城区重点骨干企业"、"工商企业信用评价 AAA 级企业"、"企业银行资信 AAA 级"等称号。树立了良好的社会形象，具有较高的知名度与美誉度。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



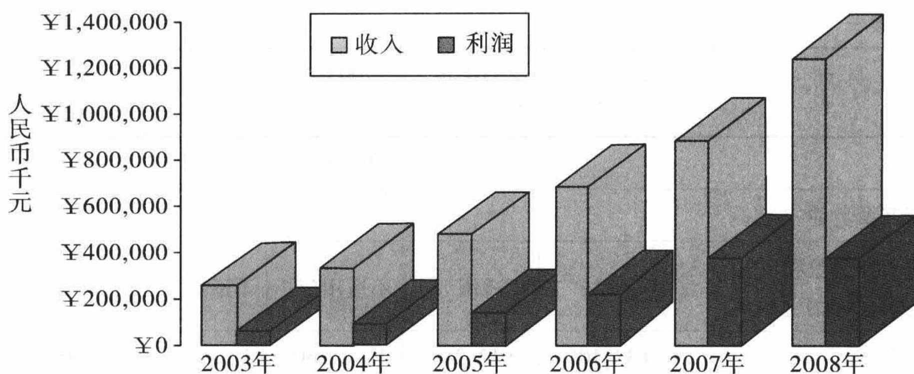


图 52－2　2003～2008 年度收入及利润增长示意图

本书点评

看不出好在哪里，利润增幅远远小于收入增幅。

银泰也一直不忘回报社会，积极参加市扶贫工程，捐助贫困地区；回馈社区，开展“大手牵小手”活动，资助社区困难学生完成义务教育学业；参加“春风行动”，全公司慈善捐助；开展“创建和谐杭州，我们在行动”感恩系列活动，慰问、回馈社会各界。

（二）银泰百货的辉煌历程

宁波华联手握募集资金，打造承载太多梦想的 2 号楼，却把公司推进了沼泽。

沈国军引领银泰系公司低调出场，52 岁的王家兴辞去了宁波华联的全部职务，挂印而去。8 年的上市公司职业经理为王家兴留下的只有遗憾。

2 号楼奇迹般地起死回生，沈国军究竟有何魔力？宁波华联的百货业非但没有做强，却让沈国军偷走了“百货心”。

沈国军正欲打造战舰，境外“红筹上市”，不想突然遭遇“禁令”，是“瞒天过海”还是另辟蹊径？

银泰百货集团给我们太多的联想和故事……

1. 前世今生：从华联到银泰帝国

（1）华联美梦终成泡影，2 号为何人做嫁衣。

2005 年 12 月 19 日，随着工人将最后一根钢梁准确调装到位，号称北京第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一高楼的北京银泰中心中央主楼主体结构实现封顶。

北京银泰中心是中国银泰投资有限公司(以下称:中国银泰)联袂国际著名酒店领导者凯悦集团及全球著名投资机构美林集团,共同投资建设的大型综合建筑,位于建国门外大街2号,东三环国贸桥西南角,CBD中央商务区核心地带,与国贸遥相呼应。经国务院批准已连续四年被列为北京市六十项重大工程之一。北京银泰中心自2003年9月10日破土动工,占地面积31305平方米,总建筑面积350000平方米,中央主楼建成后高达249.9米,成为目前北京已封顶建筑的第一高度。

中国银泰正是资本市场上风生水起的银泰系的核心公司,领军人物沈国军堪称资本市场大鳄。

沈国军,1986年毕业于中南财经大学。之后进入建设银行舟山市分行工作,曾任办公室副主任;1989年开始担任建行系统一个下属企业舟山市建设开发总公司的总经理,开始涉足地产。

1992年,建设银行总行募集40多家分行的资金设立了海南银泰置业股份有限公司(以下称:海南银泰),定位于实业投资和地产开发,沈国军被派往海南银泰出任副总经理。

1997年,海南银泰联合中大环保投资(集团)有限公司、海南昊宇实业投资有限公司等五家股东出资设立中国银泰投资有限公司(以下称:中国银泰),注册资本1亿元。沈国军任董事长兼总裁。股东之中,民营为主体,除了海南银泰(持股20%)归属建行系统外,其他股东与建行无关。

中国银泰从此成为沈国军纵横资本市场的旗舰公司。

2002年,沈国军以其控股75%的北京国俊投资有限公司(以下称:北京国俊)出面收购了海南银泰持有的股份。中国银泰从此脱离了建设银行体系,随后,其他股东也先后退出。沈国军成功完成MBO(管理层收购),控股了中国银泰,而中国银泰的注册资本也从1亿增至3亿元。

宁波华联现在股票简称:银泰股份。公司前身是宁波市五金交电化工采购供应站,创建于20世纪50年代,隶属于宁波市商业局。1989年6月组建企业集团,改名为宁波市五金交电化工(集团)公司。1992年7月,以宁波市五金交电化工(集团)公司为主体,与交通银行宁波分行、中国工商银行宁波市信托投资公司等6家共同发起,并定向募集股份,成立宁波华联集团股份有限公司。宁波市五金交电化工(集团)公司资产形成的股份定性为国家股,其他6家机构的股份定性为法人股。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在宁波市商业繁华地段东渡路，坐落着一座高22层、建筑面积37145平方米的大型建筑，这就是当时作为公司主要资产的华联大厦(1号楼)。而其他分散的商业网点3,000多平方米，下属企业近20家。

1993年9月，宁波华联首次公开发行，发行价格6.50元/股，募集资金1.65亿元。10月25日，正式开始在上海证券交易所挂牌上市交易，当日以11.00元开盘，收盘至11.60元。当时，公司总股本9,600万元，其中：国家股2,524万元，占总股本的26.29%。1994年10月，公司实施了配股方案，即10配3股。

公司1993年首次发行与1994年配股，先后筹集资金2.5亿元，根据招股说明书，将主要用于建设宁波华联2号楼。该工程位于宁波市华联大厦(1号楼)的西侧，占地面积15800平方米，建筑总面积约11万元平方米，总投资约3.5亿元。

在上市后的1993年、1994年、1995年的3份年度报告中，宁波华联交了一份马马虎虎的成绩单，每股收益分别为0.34元、0.27元、0.27元。

1996年，公司主营业务增长乏力，业绩急转直下，每股收益降至0.1元。

1997年，公司经营继续恶化，每股收益仅0.02元。而恰在此时，屋漏偏逢连阴雨，当初预计全面竣工的华联2号楼却患了"资金饥渴症"，投资远超出预算，公司四处筹款，项目迟迟不能竣工。

1998年底，华联2号楼终于全面建成，可累计投资额6.83亿元，几乎超出预算一倍。然而市场形势与1993年比已大相径庭，尤其是2号楼的写字楼部分，空置率一直居高不下。2号楼的投入使用，不但未使公司获得理想收益，反而为公司带来较重的负担。当年招股书中描绘的仅此项目"可新增利润约3,750万元"，如今成了泡影。

1998年，公司出现了上市后的首次亏损。

1999年宁波华联经营更加困难，各项费用支出大幅度增加，仅华联2号楼的财务费用一项就增支3,166.45万元。为扭转局面，宁波华联实施了规模空前的"甩包袱"行动。公司大幅计提资产减值准备，仅此一项就达1.45亿元(其中华联2号楼约计提1.1亿元的准备)。同时从10月开始，对附属的9家企业实施关停或改制措施，从住宿饮食等非主营行业中退出。1999年度宁波华联巨额亏损，每股收益创纪录地达到-1.55元/股。

"甩包袱"行动的实施，正在暗示一个重要的时刻就要到来了。

(2)华联重组银泰出世。

二级市场上，宁波华联的股价在1996年牛市中曾摸高至16.7元，在1997

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年败象显露，大盘在喜迎香港回归中屡创新高，宁波华联却从14.15元快速下跌，之后的3年一直在6～9元区间震荡。连续3年的沉寂让投资者逐渐遗忘了宁波华联，即使在1999年的"5·19"行情中，宁波华联表现也平平。2000年1月28日，兔年的最后一个交易日，这一天宁波华联最低跌至5.68元。

2月14日，龙年第一个交易日，宁波华联跳空高开，收盘至涨停，接下来的两天连续涨停报收。宁波华联要"龙抬头"了。接下来，坊间开始传闻，宁波华联要实施重组了。

4月12日，公告1999年巨额亏损后，上海证券交易所对宁波华联股票交易实行特别处理，股票简称改为"ST甬华联"。股票报价的日涨跌限制由10%恢复为5%。

戴帽"ST"并不能阻止重组的步伐。5月22日，消息被证实了，中国银泰与宁波市国有资产管理局草签协议，收购宁波华联的国家股4,265.56万股（占总股份的21.41%）。6月16日，双方签署正式协议，而到8月22日，收购协议已获财政部批准了。

收购过程出奇顺利，几乎是一路绿灯，其间仅仅是根据财政部的意见，把协议中原定的0.96元/股的价格提高至1.01元/股，合计4,308万元，其他再无波折。

资本大鳄沈国军的首次登场多少显得有些平淡，没有峰回路转的曲折过程，然而这以后的故事将弥补这一缺憾。

2000年10月24日，宁波华联召开临时股东大会，董事会名额由11人缩减为7人，以沈国军为首的4名银泰系人士顺利进入董事会，沈国军正式出任董事长。

这一天，52岁的王家兴辞去了宁波华联的全部职务，挂印而去。8年的上市公司董事长生涯留给他的回忆并不美好。而在他身后的是已经亏损2年半风雨飘摇的公司。

这年，沈国军38岁。

2000年8月5日，宁波华联公布中期报告，每股净资产仅0.95元，中期亏损0.05元。根据中国证监会发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，凡属连续三年亏损的公司证交所将暂停其上市。沈国军上任后，最棘手的事就是在年底前如何实现公司扭亏。

2001年4月11日，结果揭晓，宁波华联2000年度实现净利润683.96万元，涉险过关。更幸运的是，2000年12月，中国进出口银行诉宁波华联为宁波



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



天地集团向原告贷款提供担保承担连带责任一案，法院作出终审判决，驳回原告上述诉讼请求。而宁波华联在1999年对此事项计提了资产减值准备，现在却解除了担保责任，仅此一项，为公司冲回资产2,360万元。这无疑是天上掉下来的馅饼。

2001年4月17日，公司摘掉"ST"，撤销特别处理，股票简称恢复为"宁波华联"，股票报价的日涨跌限制由5%恢复为10%。

(3)败也萧何，成也萧何。

2002年11月26日，这一天起，宁波华联的股票简称更改为"银泰股份"。

在这一年的年末，公司先后斥资从中国银泰手中收购了北京银泰置地房地产开发有限公司(原名为:北京国中汽车大厦)30%的股权和银泰雍和房地产公司20%的股权。这是银泰股份业务重组的关键一步。

2003年年度，收购的两家公司并未产生较大收益。倒是收购行动本身，让沈国军从上市公司套取了大量现金，当初收购国家股支付的4,308万元早已收回。

2001~2003年度，是宁波华联风平浪静的三年，在银泰入主前就一直从事的零售业和外贸仍占据主营业务利润的约90%。经过几年的励精图治，在2003年结束的时候，宁波华联终于把1999年"甩包袱"中形成的巨额未分配利润负数填平，也就是说，公司恢复分红能力了。

本书点评

请注意，恢复分红能力的目的是为了再融资!

2004年度，一个变化悄悄发生了。零售业和外贸仍占据主营业务利润的比例滑落到75%以下，而房地产业收入异军突起，占据主营业务利润的14%。

同时，北京银泰置地开发的位于北京市朝阳区三里屯的商住楼"泰悦豪庭"实现销售，为银泰股份锦上添花，贡献投资收益2,333万元。公司业绩也达到了上市以来的最好水平，每股收益0.44元。

这一年，宁波华联的投资人拿到了久违了10年的现金红利，每10股派1元。

中国银泰收购宁波华联后，市场期待沈国军能注入优质的百货零售业资产，然而大规模资产重组一直未出现，倒是"华联2号楼"这个雪藏的"宝贝"发光了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评

财技不错，公司经营不怎么样，没看到股东回报，倒是看到不断从银行弄钱，从资本市场无成本地圈钱。能否公布分红？

(4)银泰百货帝国，武林店一枝独秀

银泰系的百货业以浙江银泰百货有限公司（以下称："浙江银泰"）为旗舰公司，该公司成立于1997年8月。这一年，浙江银泰投资4亿元在杭州的武林门商圈买地建大厦，将裙楼部分辟出开百货店。这家于1998年开业的百货店就是后来支撑着银泰系百货业大部分销售业绩的"杭州武林店"。

杭州武林店将目标顾客锁定年轻人、新型家庭成员，以时尚流行的风格来与周围百货店错位。杭州武林店从名不见经传到迅速崛起于杭州繁华的武林门广场商圈，甚至超过一直引领风潮的杭州百货大楼。

2003年年底，杭州武林店的销售收入突破10亿元，达到10.536亿（资料引自银泰系子公司2007年在香港上市时的《招股说明书》）。

遗憾的是，除了杭州武林店，银泰系的百货产业并非像沈国军后来描述的那样美好。2005年之前，银泰在全国投资了多个百货店，皆以草草收场告终。

2002年，沈国军起用了另一位经理人太平洋百货前老总朱海翔，与厉玲固守浙江风格不同的是，朱海翔要全国扩张。

然而，朱海翔时运不济，沈国军对其业绩不满。双方合作于2003年年底终止。

送走两位经理人后，沈国军大胆起用了一个当时行业内还相当陌生的人物周明海进入了银泰系，这位杭州波导、普天首信的原高层是个管理学博士，先前从事的通讯产业似乎与百货相去甚远。

周明海加盟后，开始寻求国际资本支持，要把银泰的百货业推上一个更高的台阶。

银泰的百货业务"冰火两重天"，仅杭州武林店一枝独秀，尽管如此，沈国军凭借其在地产行业的实力，于2005年登上"胡润百富榜"，名列第66位。

2. 银泰强心，华平入股；银泰偷心，华联转型

从2003年，坊间便流传美国最大的私募投资基金——华平基金（Warburg Pincus Funds）将以9,000万美金投资浙江银泰，传闻一直持续一年多。直到2005年9月，这一说法终于有了下文。2005年10月，根据中国商务部批复，浙



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



江银泰变更为中外合资企业，BVI（英属维尔京群岛）公司北山控股有限公司（以下简称：北山控股）以人民币1亿元增资，折合持股40%。浙江银泰资本金由1亿元人民币增加到2亿元人民币，银泰系公司合计持有60%。

北山控股是华平基金的全资子公司，将以收购股权、增资、可换股债券等方式先后累计向银泰系公司注资8,600万美金(6.719亿港币)。

2005年11月16日，杭州武林店单日实现销售收入人民币8200万元，从而创造了全国单一百货店单日最高销售纪录。

有了华平基金的资金支持，银泰系公司于2005年4月潜入武汉，6个月后打响了鄂武商收购战的第一枪。

2005年1月，银泰百货有限公司在上海注册成立（以下称：上海银泰）。

3个月后，上海银泰以约1,800万元代价从宁波华联（银泰股份）手中收购部分固定资产，并向宁波城建投资控股有限公司承租部分物业，于是建筑面积达2.34万平方米，被银泰系内部称为“宁波一号店”的百货商场正式开业了。

2005年11月，宁波华联（银泰股份）将部分商业用房合计建筑面积4.62万平方米，以20年为期、期内年最低保底租金2,600万元的价格出租给上海银泰。于是被银泰系内部称为“宁波二号店”的百货商场正式开业了。

宁波华联（银泰股份）退出了除家用电器外的零售百货经营领域。这一年，零售业和外贸在主营业务利润中的比例不足20%。

至此，原宁波华联的零售业务（除家用电器外）全部实现了“私有化”，退出了上市公司。

2006年的前9个月中，“宁波一号店”与“宁波二号店”合计实现收入（销售收入与租金收入）人民币6.637亿。

本书点评

周瑜打黄盖，一个愿打一个愿挨，反正结果是国有资产合法蒸发了。

3. 沈国军瞒天过海，银泰香港成功上市

正当沈国军按照华平基金的要求，准备以“红筹方式”去香港联交所上市时，中国国家外汇管理局2005年1月24日突然发出一道《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》，该通知被投资银行人士称为“红筹禁令”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“红筹禁令”规定:“对于境内居民通过境外企业并购境内企业设立的外商投资企业,各分局、外汇管理部应将其外汇登记申请上报总局(指国家外汇管理局,作者注)批准。”

国家外汇管理局出台此项法规,本意是防止境内资本通过“灰色渠道”外逃,不想却打击了“红筹上市”。还处于设立境外“壳公司”阶段的沈国军遇阻。

华平基金协同境外投资银行、律师为沈国军“支招”,一个“瞒天过海”计划出炉。

2005 年 3 月 8 日,华平基金在 BVI(英属维尔京群岛)注册成立全资附属公司三江控股有限公司(以下称:三江控股)。7 月 18 日,三江控股签署协议,以合计人民币 1 亿元的代价向中国银泰和北京国俊收购上海银泰的全部股权。收购完成后,上海银泰成为三江控股全资拥有的外商独资企业。

由于华平基金是完全的“外资血统”,此项收购不受“红筹禁令”的约束。

照此思路,2005 年 10 月 25 日,北山控股、中国银泰和北京国俊签署协议,北山控股以人民币 1.35 亿元向中国银泰收购其持有的浙江银泰 54% 股权,以人民币 0.15 亿元向北京国俊收购其持有的浙江银泰 6% 股权。收购完成后,浙江银泰成为北山控股全资拥有的外商独资企业。

虽然股权全部出让,但根据协议,沈国军仍保留上海银泰和浙江银泰的控制权,且在上市无法完成时,华平基金将股权退回原状。

由于控制权连续,根据《香港会计指引第 5 号》,上海银泰和浙江银泰的历史业绩可以被合并计入未来的香港上市公司中。

待上海银泰和浙江银泰取得外商独资企业身份后,沈国军等创业股东可以在境外在北山控股和三江控股身上拿回控股权,这只需要遵守 BVI(英属维尔京群岛)法律即可,中国法律已失去了管辖权。

然而,更戏剧性的一幕发生了。国家外汇管理局的法规意外地成为“红筹禁令”后,欲境外上市的企业和境外中介机构呼声甚高。国家外汇管理局“投鼠忌器”,很快完善了这一法规。

国家外汇管理局《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》于 2005 年 10 月 21 日出台,并于 11 月 1 日开始执行。同时,2005 年 1 月 24 日的文件宣布废止。

新法规将“红筹上市”中的境外“壳公司”称为:“特殊目的公司”,设立“特殊目的公司”仅需要到企业所在地的外汇管理局登记审批即可,手续并不烦琐。

沈国军进展了一半的“瞒天过海”计划忽然变得多余,走“官方途径”也能



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



达到预期效果。但事已至此,只有继续完成了,还在剩下的事情并不复杂了。

2006 年 11 月 8 日,银泰百货(集团)有限公司(以下称:银泰百货集团)在开曼群岛注册成立。经过一系列的股权变化,上海银泰和浙江银泰成为银泰百货集团全资附属公司。

同时,沈国军在境外恢复了对银泰百货集团的控股权。此番重组,华平基金的旗下公司获得银泰百货集团 35% 的股权(在上市前)。经过数次置换后,沈国军绝对控股的离岸公司 fortune achieve 和 2 位独立第三人分别持有一家居间公司 glory bless 的 90% 和 10% 的股权。2005 年 12 月,华平基金以 5,000 万元的代价获得 glory bless 3.14% 股权。

2006 年 2 月,银泰百货和华平基金走完了上市前重组的最后一步,glory bless 以象征性代价收购了银泰国际。此后银泰百货被置换进入,成为银泰国际的绝对控股公司。沈国军通过 glory bless 持有银泰百货 57% 的股份,华平基金则持有银泰百货 35% 的股份,剩余 10% 的股份则由 2 位独立第三人分别持有。

银泰百货集团凭借上海银泰和浙江银泰的历史业绩,在香港联交所申请上市。

2007 年 3 月 7 日,银泰百货集团刊登《招股说明书》,保荐人为国际知名投资银行摩根士丹利。此次发行 4.5 亿股,占银泰百货集团发行后总股本的 25%。

香港投资者投入极大热情认购,在香港公开发售部分的超额认购达 230.83 倍。股票以公开询价的上限发行,每股价格 5.39 港元,合计募集资金 24.255 亿港元。

2007 年 3 月 20 日,银泰百货集团正式在香港联交所挂牌交易,上市首日,股价以 6.1 港元高开,报收于 6.44 港元,较发行价上涨 19.48%。

表 52-2　2007 年底银泰百货集团主要股东情况

股东名称	权益性质	证券数目及类别(1)(2)	占该公司权益的概约百分比
Fortune Achieve Group Ltd. (3)	受控法团权益	L769,652,255	42.75%
Glory Biess Limited(3)	受控法团权益	L769,652,255	42.75%
银泰国际控股有限公司(3)	实益拥有人	L769,652,255	42.75%
Warburg Pincus & Co. (4)	受控法团权益	L405,000,000	22.50%
Warburg Pincus Partners LLC(4)	受控法团权益	L405,000,000	22.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

股东名称	权益性质	证券数目及类别(1)(2)	占该公司权益的概约百分比
Warburg Pincus IX, LLC(4)	受控法团权益	L202,500,000	11.25%
Warburg Pincus Private Equity IX, L. P. (4)	实益拥有人	L202,500,000	11.25%
Warburg Pincus Intemational Partners, L. P. (4)	实益拥有人	L194,100,300	10.78%
UBS AG(5)	请参阅下文附注 5	L107,437,000	5.97%
JPMorgan Chase & Co. (6)	请参阅下文附注 6	L90,460,666	5.03%
		P13,821,666	0.77%

附注：

(1)字母『L』表示有关人士拥有该等股份的好

(2)字母『P』表示有关人士拥有该等股份的可借出股份。

(3)沈国军先生为 Fortune Achieve Group Ltd. 全部已发行股本的实益拥有人，而 Fortune Achieve Group Ltd. 为 Glory Bless Limited 全部已发行股本的实益拥有人，Glory Bless Limited 则为银泰国际控股有限公司全部已发行股本的实益拥有人。银泰国际控股有限公司持有 769,652,255 股股份。沈国军先生为 Fortune Achieve Group Ltd. Glory Bless Limited 及银泰国际控股有限公司董事。程少良先生及辛向东先生亦为银泰国际控股有限公司董事。

(4) Warburg Private Equity IX L. P. 及 Warburg Pincus International Partners, L. P. 属于 Warburg Pincus Funds 旗下。Warburg Pincus Private Equity IX L. P. 的直接一般合伙人是 WARBURG pINCUS IX LLc。因此，Warburg Pincus IX, LLC 视为拥有 Warburg Pincus IX, L. P. 所持的股份。Warburg Pincus Funds 的控股公司是 Warburg Pincus & Co. 的附属公司 Warburg Pincus IX, LLC。因此，Warburg Pincus Partners LLC 及 Warburg Pincus & Co. 各视为拥有 Warburg Pincus Funds 所持的股份。Warburg Pincus Funds 包括 Warburg Pincus international Partners, L. P. 、Warburg Pincus Pincus Private Equity IX, L. P. 及其他五种基金。

资料来源：银泰集团 2007 年报。

资料显示，华平基金注资银泰百货的总额为 6.8 亿元人民币，平均投资成本为每股约 1.48 元。按目前招股价计算，华平投资回报约 3.34 倍，收益约2.44 亿美元。

截至 2009 年 4 月 15 日，银泰百货收于 2.57 元，在全球金融危机肆虐过后，华平投资回报仍然超过近一倍。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银泰百货 01833.HK(INTIME)　　04-16　15:59:00

2.450 -0.120 (-4.669%)	昨收盘:2.570	今开盘:2.450	最高价:2.500	最低价:2.360
	成交额: 4,250.27 万元	成交量: 1,785.20 万股	买入价:2.420	卖出价:2.450
	市盈率:10.338	收益率:2.812	52 周最高:6.190	52 周最低:1.789

分时图　日K线　周K线　月K线　注：15分钟延迟资讯　查看实时行情

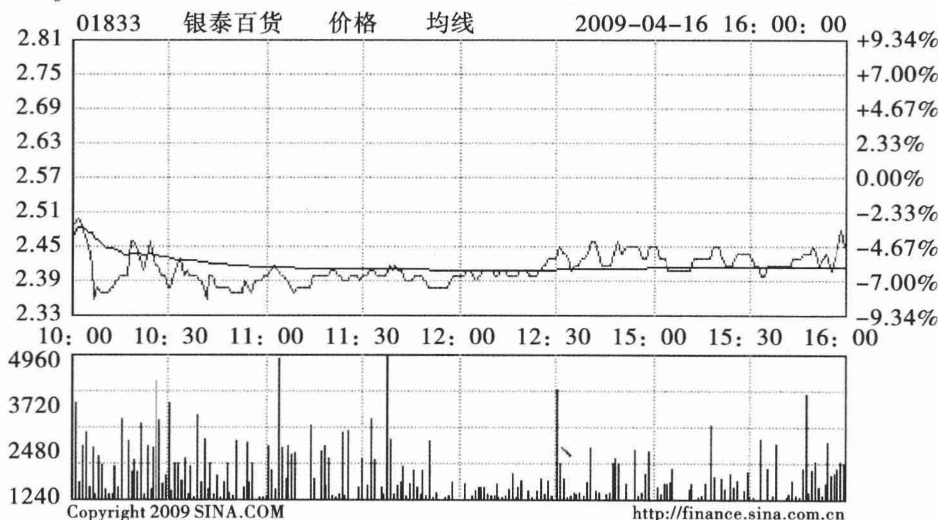


图 52-3　2009 年 4 月 16 日银泰百货行情及 K 线图

资料来源:新浪财经。

二、各方观点汇集

(一)《财经时报》(2007 年 10 月 3 日):银泰百货逆行上市,华平重设投资线路图

华平和银泰的故事并没有完结,但透过华平进入银泰百货的细节,基本可以梳理出海外投资基金参股中国企业的脉络。

相比于国内 A 股市场并购计划的屡屡受挫,“银泰系”在海外的资本运作显得顺风顺水。如果不出意外的话,3 月 20 日,即将在香港上市的银泰百货(集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团)有限公司(下称“银泰百货”)将正式登陆H股主板市场。

随着银泰百货H股融资计划的浮出水面,蛰伏在银泰系背后的海外创投基金——美国华平基金也正在露出庐山真面目。无论是A股市场对百大集团及G武商的收购行动,还是此番香港上市,银泰系的种种举措之中,都有华平基金的幕后推手。

华平和银泰的故事并没有完结,但透过华平进入银泰百货的细节,基本可以梳理出海外投资基金参股中国企业的脉络。或许,华平模式将成为全流通背景下海外基金投资中国的范本。

1. 逆市而行

虽然香港股市节后低迷,银泰百货却逆市而行。在3月5日举行的视频推介会上,银泰百货总裁周明海显得信心十足,并宣布将招股价从4~5.2元调高至4.36~5.39元。预计将发售4.5亿股,融资金额约在19.6亿至24.3亿港元区间。

相比于前年和去年登陆H股的百盛商业集团和金鹰商贸,无论是门店数量还是经营范围,银泰百货都远不及前两者。银泰百货只有5家门店,且都分布在浙江省内,其中杭州武林店的收入占了银泰百货的63.4%。

但招股首日,银泰百货却受到投资者追捧。其中,中国人寿保险(海外)公司以及潘迪生家族全资拥有的Equity Advantage Limited等机构投资者同意认购价值为3.91亿港元的股份。这也为银泰百货平添了底气。

不具名分析人士强调:银泰系在资本市场上的运作能力,以及华平基金鼎力相助,是银泰百货受到追捧的主要原因。周明海介绍,此次上市集资所得,其中35%~45%用作开设新店,另外35%~45%用作收购,约10%用于偿还短期贷款,余下则用作公司一般营运资金。

上述分析人士则强调:对于银泰系而言,上市最重要的作用在于,获得充足的资金继续谋求百大集团和G武商的控股股东地位。对于花费了十多亿元的银泰系来说,是不甘心仅仅充当财务型战略投资人的。

从2005年的下半年开始,银泰百货借旗下的浙江银泰、武汉银泰等子公司,通过二级市场增持流通股和法人股转让,陆续持有百大集团29%及G武商22%的股权,以获得上述两家区域性零售业龙头企业的控股股东地位。

银泰百货此次上市的资产中,包括了对百大集团和G武商的投资。投资额分别达到了2.766亿元和12.484亿元,合计占银泰百货总资产的77.3%。但也因此耗费大量真金白银,流动负债达到了10.35亿元,资产负债率达到56%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



截至到目前，银泰百货在与上述两家国资企业的股权争夺中，仍处于僵持局面。银泰百货在两家的股东大会议案都被否决，并不能参与到公司的经营决策中去。粗略计算，如果银泰百货要对上述两家公司提出要约收购的话，以当前股价计算，至少要花费近50亿元。

按照周明海的说法，未来上市后将继续与百大集团主要股东保持良好沟通，加快业务合作讨论；也会与G武商现有大股东洽谈，希望积极增加在G武商的控制力及影响力。但目前银泰尚无增持两公司股权的计划。

2. 整合渠道

就在各路分析人士认为，华平基金把目光锁定于国内的A股市场，不甘心做战略投资者时，2005年华平基金就已开始筹划银泰百货海外上市的方案。对于华平基金而言，能否获得上市公司控股权并不重要，重要的在于获益退出。

接近银泰的人士表示：虽然A股市场增持使得银泰和华平收益多多，但面对国资零售企业的反击，华平方面对于银泰系能否吃定两家被并购企业也犹豫不决。

2005年的7月，华平基金的另一家全资子公司三江控股有限公司（下称三江控股）收购了上海银泰百货有限公司（下称上海银泰）的全部股份。此次收购又花费了华平基金1亿元，分别收购了中国银泰持有的上海银泰90%的股权，以及北京国俊，持有的上海银泰90%的股权，而上海银泰旗下拥有宁波的两家门店。

同年10月，银泰系和北山控股签订了转让协议。华平基金再度出资1.5亿元，收购了中国银泰、北京国俊分别持有了浙江银泰全部股份。浙江银泰旗下拥有杭州、金华、温州3家门店。

至此，华平基金通过旗下的北山控股和三江控股绝对控股了上海银泰和浙江银泰。同时，华平基金还将北山控股和三江控股的全部股份置换进入一个新的居间公司——银泰国际。华平基金因此获得了银泰国际约32.1%的A类优先股。

与此同时，沈国军也在积极地为银泰百货的香港上市忙碌着。经过数次置换后，沈国军绝对控股的离岸公司fortune achieve和2位独立第三人分别持有一家居间公司glory bless的90%和10%的股权。2005年12月，华平基金以5,000万元的代价获得glory bless 3.14%股权。

2006年2月，银泰百货和华平基金走完了上市前重组的最后一步，glory bless以象征性代价收购了银泰国际。此后银泰百货被置换进入，成为银泰国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际的绝对控股公司。沈国军通过 glory bless 持有银泰百货 57% 的股份，华平基金则持有银泰百货 35% 的股份，剩余 10% 的股份则由 2 位独立第三人分别持有。

就在当年，中国银泰分别从杭州奥特莱斯、武汉银泰等公司中退出，由此，银泰系的百货产业被剥离出中国银泰、北京国俊等银泰系关联公司。对于这种剥离，中国银泰投资公司总裁办公室的沈女士解释说："这样的构架使得银泰的产业板块显得更为清楚，避免不必要的业务交叉。"

3. 前景

根据招股说明书，银泰百货上市将发售 4.5 亿股，90% 国际配售，10% 在港公开发售。华平基金在首次公开募股之后，还将持有银泰百货 26.25% 股份（如果售出超额配股权将持有 22.5%）。

资料显示，华平基金注资银泰百货的总投资额为 6.8 亿元，平均投资成本为每股约人民币 1.48 元。即使以招股价的下限 4.36 元计算，华平基金持有的股份总价达到了 13.6 亿元，这笔买卖几乎是稳赚不赔。

看上去，华平基金似乎已经在等待六个月的禁售期之后套现退出了。但面对国内 A 股市场的全流通以及零售业的机会，拥有丰富的零售连锁投资经验的华平基金并不一定会选择现在离场。

（二）《第一财经日报》（2007 年 3 月 21 日）：韩国食品巨头乐天牵手银泰百货进军中国百货业

刚刚成立中国总部的韩国食品巨头乐天集团，不仅看好中国的食品饮料市场，而且还想在百货和酒店业务方面有所建树。

根据乐天集团的计划，乐天（中国）将在上海和北京的繁华地段开出两家大型百货公司，同时，乐天酒店业务也在酝酿中。其中，位于北京核心商业圈王府井大街上的乐天百货商场是与刚刚上市的银泰百货合作，预计明年将正式开业。该商场占地 1.3 万平方米，由乐天银泰百货有限公司以租赁方式经营。

据乐天内部人士介绍，乐天集团在韩国和日本，除了食品业务，还涉及百货、旅游、酒店、房地产、化工等，而目前乐天进入中国的主要还是食品业务。"未来公司还将把游乐场业务带入中国。"上述人士透露。

银泰百货昨日上市后涨 18.7%，报 6.40 港元，但低于盘中高点 6.73 港元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(三)《杭州日报》(2009年2月16日):银泰百货:功夫在事外续写杭城时尚地标神话

杭州的城市时尚地标在哪里?

绝大多数人都会回答:银泰百货!

去年,银泰这座风尚之城迎来了十周岁生日。过去10年间,银泰百货用自己独有的时尚方式影响着杭州这座城市年轻的态度,并以业绩增幅超过百倍的高速成长,见证了杭州的快速发展。

去年,受席卷全球的金融危机影响,消费环境日渐严峻。作为终端消费行业,百货业也逐渐感觉到这股寒意。

现在,银泰百货还能在杭城全新的"2+2"商圈版图上续写神话吗?

未雨绸缪、打"提前战",永远是企业发展的长久之道。银泰百货的选择是:不被动地寻找棉袄,而是主动地强身健体。用银泰百货副总裁马其华的话来说,就是要"跳出生意做生意",真正做到功夫在事外。

1. 别人去找棉袄,我们强身健体

牛年春节,虽然杭城的各家商场并不冷清,但最终的销售数据却不如往年那么漂亮了。市贸易局的统计数据显示,春节期间从年二十九至年初五,杭州主要商场的销售额同比平均下降11.6%。作为终端消费行业的百货零售业,已经不可避免地面临着增长减速,甚至下降的局面。

客观而言,今年消费增长的回落趋势不可避免。虽然形势确实不容乐观,但银泰百货依然认为,如果就此推断,2009年的百货形势将非常悲观,仍然言之过早,甚至会是言过其实。这份信心和底气,来自银泰百货对于形势的全盘考量与判断。

除去对整体形势的冷静把握,银泰百货的信心更来自于苦练内功之下的自身综合实力的提升。

2. 内功一:开源节流,强化服务

银泰说:我们希望顾客看到的一切都是美的。

十周年店庆日单日客流量30万,顾客付款却依旧不用排长队。这是为什么?

因为任何一名办公室员工都能收银。

如何控制费用、降低企业运营成本,成为银泰百货各门店老总今年考虑最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的问题之一。近年来,银泰百货的人均创收、人均税收贡献均居全国百货业前列,其中,人性化、精细化管理功不可没。2009 年,银泰将继续坚持"向管理要效益",做到精益求精。

优质的管理,体现到消费者的身上,那就是切实可感的服务。更为顾客着想,提升服务状态,把商场布置得更周到,银泰百货不仅把服务的重要性灌输到每位员工的思想意识中,形成自觉的行为,更将之落实在了具体的手段方法上。

银泰对于员工的要求是,不仅要业务能力过硬,更要有较强的综合素质,面对顾客,周到的服务和微笑都应该是发自内心的。

3. 内功二:创新营销,提升品位

银泰说,我们要展现富有品质感的消费生活。

不少细心的消费者或许早已发现,从去年下半年起,银泰百货的广告已经跳出了原有的模式,不再是单纯的促销广告,而是一些设计更漂亮、独特,加强了文化内涵诉求的形象广告。

弱势市场下一定是强势营销,但强势营销不等于是单纯的折扣。

银泰力求从细节上提升整个商场的品位与档次,满足顾客对于品质生活的更高要求。

4. 内功三:多店协同,共谋发展

银泰说,我们要实现 1 +1 >2。

今年,银泰百货将在杭州拥有 8 家门店和在建项目。

再过几个月,总体量为 8 万平方米的银泰百货庆春店就将开门迎客,为城东的市民提供购物、休闲等全方位的服务。加上此前的银泰武林店、百大店、西湖店、临平店、湖滨一期、二期、城西购物中心,银泰百货在杭州将拥有 8 家门店和在建项目。

新的一年,会是危机,更会是机遇。面对危机,银泰百货不愿一味拘泥保守,而仍将保持过往善于发现机遇的能力,如果有合适的项目,也会适时考虑介入。与此同时,作为一家上市公司,银泰也将本着对股东、对投资者、对社会负责的态度,谨慎投资,寻求更为稳健的发展。

(四)《财经时报》(2006 年 4 月 23 日):控股之争背后银泰进退有据

"我们现在就是 G 武商的第一大股东。"电话那端,浙江银泰百货有限公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(下称银泰百货)总经理周明海语气十分肯定,不容置疑。在他看来,武汉国有资产经营公司(下称武汉国资)仍然坚持G武商第一大股东的地位,只不过是面子上过不去。

银泰百货是中国银泰投资有限公司(下称银泰投资)旗下全资子公司,在对G武商和百大集团两家百货业上市公司的股权收购中扮演重要角色。

1. 武汉国资阻击

武汉国资并不认同银泰投资控股G武商的事实。4月12日,G武商公告显示,银泰百货及武汉银泰实际持有其18.11%的股份,超越持股17.23%的公司原第一大股东武汉国资,成为第一大股东。

武汉银泰成立于2005年4月,中国银泰投资及其全资子公司银泰百货、武汉华汉投资管理有限公司(下称武汉华汉)分别持股85.87%、14.13%。武汉华汉是以其持有的G武商2.43%股份入股。

4月13日,武汉国资通过G武商发布公告,宣布其绝对控股的武汉华汉所持G武商2.43%的股份并未过户到武汉银泰,自己仍是G武商的第一大股东。

看似板上钉钉,却又陷入了口舌之争。之前,银泰百货和杭州西子集团对百大集团股权争夺,因为百大集团将国有股转让给西子集团也暂时陷入僵局。

这让人对银泰投资的并购策略产生质疑。从去年年底二级市场举牌百大集团以来,银泰投资的每一次动作都会引起众多关注和猜测。海外风险投资的背景,资本运作的风险,地方利益的博弈,能否将这些脉络梳理清楚,或将成为银泰最终是否成功的关键。

2. 控股权之争

经历了前期的低调潜行,银泰投资不再掩饰对G武商的野心。对于银泰投资和武汉国资来说,双方争执的关键点就在于武汉华汉持有的G武商2.43%法人股。

武汉华汉以其持有的G武商2.43%股份入股武汉银泰时,这部分股份一直没有在深交所过户。周明海告诉《财经时报》:这2.43%的股份从武汉银泰成立时,银泰投资就合法持有了,目前就是一个手续问题。而武汉国资则认为,只要没有过户,这部分股权仍属于自己。

《财经时报》了解到,早在两年前,武汉市政府为了整合本地商业企业,开始考虑引入战略投资者,作为商业重组的战略伙伴。银泰投资也多次在不同场合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表示，对于G武商只是战略投资。但此后银泰投资通过法人股转让、二级市场增持，做稳G武商的二股东地位。

一个深有意味的插曲是，在2月9日召开的股改现场会上，G武商董事长王冬生曾表示，银泰方面不会再收购公司股权。但到4月3日，G武商股改复牌当天，银泰便增持800万股流通股，持股比例比武汉国资仅低0.93个百分点。

周明海当时还表示：不会谋求G武商大股东地位。增持主要是考虑到两家加起来的股份要达到一定比例，防止被第三方收购。但话音未落，银泰方面在4月11日，再度增持，终于获得大股东地位。

武汉国资显然不甘失去对G武商的控股权。接近武汉国资的人士表示：确保G武商的控股地位，是武汉市政府的底线。银泰投资一直强调自己的战略投资者身份，突然通过增持实现控股，有些出人意料。

3. 真实目的

银泰的突然增持，打破了和武汉国资的默契。目前银泰投资仅比武汉国资高不到一个百分点。那么银泰投资突然增持的目的到底是什么？

接近银泰投资人士透露，最初银泰进入G武商，就是单纯的投资。数据显示，武汉汉华当时持有的股份每股仅为1.72元。收购长江经济联合发展股份有限公司1,090.3949万法人股，每股转让价格为1.78元。而其在二级市场增持流通股价格也不到3.5元。

以4月21日，G武商收盘价3.87元计算，银泰投资即使最终不能获得G武商的控股权，单纯从投资角度看，也是收益颇丰。分析人士指出，银泰目前进可攻，退可守。突然增持或许看成是对武汉国资底线的一次突破。即使以后做不了大股东，照样可以坐地数钱。

周明海告诉《财经时报》，银泰投资和G武商更多的是一种行业内部的整合，是按照经济规律办事。与G武商的合作具有战略意义，将有助于推进银泰的全国百货连锁建立。目前对G武商并没有具体的整合计划。

在周明海看来，银泰投资控股目的并不是为了控制某家企业，从本质上说，企业并购是为了创造更大的利润。

4. 终极运作

周明海没有否认G武商商业地产价值对银泰百货的吸引。他表示银泰强大的赢利能力将会给G武商带来质的飞跃。也会有助于其商业地产价值的提升。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于历史原因，商业类公司上市较早，其房地产都位于城市的黄金地段。但由于按历史成本记账，这些公司所拥有的土地和房产的账面价值较低。

这也是银泰百货力求控股百大集团和G武商的原因。更应当看到的是，银泰的收购行动背后有海外风险投资基金——华平基金的支持。《财经时报》了解的信息是，银泰系目前的收购资金，主要来自美国华平基金的近9,000万美元注资。

投资必然要回报。对于华平来说，银泰通过并购模式做大做强，扩大规模，优化资产质量，便于运作其海外上市，并套现退出。退一步而言，即使不能上市，银泰收购获得的商业地产也能确保华平稳赚不赔。

周明海并不讳言银泰百货的下一步运作。他告诉《财经时报》：银泰百货要做成全国规模的百货连锁，但至于是否今后海外上市，则是一个未来的长远计划了。

本书点评

实在不敢恭维这家百货巨头，它的赢利点在哪里？自己都不能很好地赢利，凭什么让被收购的百货公司赢利？为什么面对这样一家业绩平平的商业百货类公司，海外资金却如此慷慨地参与其融资？唯一的赢利点就是不断收购，等待商业地产升值，再不断融资，再……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五十三章 永乐电器

一、案例情况

(一)公司介绍、现状

创建于1996年的上海永乐家用电器有限公司,是一家净资产上亿元的民营股份制大型家电连锁零售企业,中国商业零售业及中国连锁行业十强企业之一。永乐家电经历了八年家电零售业巨大变革的洗礼,从成立初年销售额只有100万,到2003年实现销售突破100亿元,销售产品达5万种,在上海、江苏、浙江、广东、福州、河南等地已拥有超过六十家的家电连锁大卖场,保持了年年翻番的超常规发展业绩,成为国内家电连锁业的领头羊之一。公司总裁陈晓获得2003年度"中国零售业十大风云人物"殊荣。有"低价先锋、服务专家"之誉的永乐人,始终坚持"珍视消费、尊重权益"的企业经营理念——"珍惜他人的付出、承担自己的责任、尊重他人的权益"。通过规模经营、买断经营、统购分销、集中配送等先进经营方式所获得的巨大成本优势,转化为实实在在的低价、不折不扣的让利,最大限度地为消费者争取并提供利益。永乐人致力于为消费者提供人性化的专业服务:设计、订货、安装、维修一条龙的服务理念,"无理由退换"、"90天质量试用"、"低价补偿"、"即买即送"四大服务保障,让消费者省心、放心、开心,全享购物之乐,毫无后顾之忧。永乐人与全球优秀家电供应商结成战略合作伙伴,同舟共济、携手共进,为优质家电产品和品牌提供广阔的展示舞台,创造一个双赢的空间。总部位于上海的永乐家电是一家私人所有的公司,通过全国销售网络专门从事家用电器的销售。据商务部数据显示,2004年上半年,永乐家电以65亿元的收入位居中国连锁店第九位,在全国拥有74家店铺。中国永乐2005年10月14日在香港主板成功上市,并将致力于发展成为以家电连锁、家居连锁等为主业的大型集团公司。在永乐第一个三年规划中顺利实现公司战略目标五步走的前两步"雄踞中国经济桥头堡——垄断上海绝对份额、占据长三角——稳固华东地区"的基础上,永乐人正一步一步实现着第二个三年规划以达到第三步与第四步战略目标"挺进珠三角——拓展华南地区、



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



环围鄂楚巴蜀－－深入华中与西南地区”。公司入选2004、2005中国企业500强。

（二）历史沿革

2005年1月，摩根士丹利等投行斥资5,000万美元收购当时永乐电器20%的股权，收购价格相当于每股约0.92港元。摩根士丹利入股永乐电器以后，与企业达成协议：在未来某个约定的时间，以每股约1.38港元的价格行使价值约为1,765万美元的认股权。这一认股权利实际上是一个股票看涨期权。为使看涨期权价值兑现，摩根士丹利等机构投资者与企业管理层签署了一份对赌协议。协议约定：如果永乐电器2007年（如遇不可抗力，可延至2008年或2009年）的净利润高于7.5亿元人民币，外资股东将向永乐管理层转让4,697.38万股永乐股份；如果净利润相等或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4,697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9,394.76万股，这相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的约4.1%。并且规定，净利润计算不能含有水分，不包括上海永乐房地产投资及非核心业务的任何利润，并不计任何非经常收益。协议还设计了另一种变通方式，即若投资者达到回报目标，则永乐未达到净利润目标也可免于割让股份。这个回报目标是，摩根士丹利等投资机构初次投资的3倍（2005年1月初次投资总额为5,000万美元，其中摩根士丹利投资约4,300万美元），再加上行使购股权代价的1.5倍（摩根士丹利在永乐电器上市前行使了约1.18亿港元的购股权），合计约11.7亿港元。依此计算，协议中的这一条款实际上是摩根士丹利为自己的投资设定了一个最低回报率底线，即约260%。2005年9月，永乐电器在香港成功上市。2006年6月底，永乐公开承认，当初与大摩签订协议时预测过于乐观，未来两年，永乐赢利能力面临着压力。同年7月，国美电器以52.68亿港元的代价收购了上市仅仅9个月的永乐电器。下表为国美并购永乐前后的财务表现。

表53－1　2005～2007年国美赢利能力数据

指标年限	2005	2006	2007
净资产收益率	41.60%	17.98%	11.23%
总资产净利率	8.30%	4.45%	3.91%
销售利润率	9.20%	9.54%	9.64%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 53-2　2005～2007 年国美偿债能力数据

指标年限	2005	2006	2007
资产负债率	83.87%	75.35%	65.17%
流动比率	1.12	1.04	1.38
速动比率	0.76	0.71	1.05
利息保障倍数	21.45	17.33	8.9

二、各方观点

(一)《南方周末》(2006 年 6 月 15 日):带刺的资本玫瑰不好摘

永乐电器能否赢得与摩根的对赌协议,眼下尚不明朗。

“你以为这场马拉松赛,人人都能跑到最后?”永乐电器董事长陈晓这一诘问,在家电零售圈里人人耳熟能详。

今年 3 月黄光裕在接受记者采访时承认,国美和永乐在上海市场的差距在 30% 以上,但是“我们必须做到上海第一”。这种言语上的挑战对于抵御过病魔——患过小儿麻痹症有些腿疾的陈晓并不构成压力,身高 1.80 米、硬朗冷静的陈晓反而在北京插下了一把钢刀——4 月 22 日,永乐和北京大中进行股权置换。在北京拥有 50% 以上市场占有率的大中电器将接手永乐京津地区的 11 家门店。

由更懂得北京市场的大中出面整合分去永乐太多精力的京津资源,并在国美北京的根据地完成正面作战,可以看做永乐战略中的“挺进大别山”。

此时集中精力的永乐更需要完成的是一场财务大决战。

“永乐正握着一支带刺的玫瑰。”尹中余认为。他指的是今年 1 月摩根士丹利及鼎晖以 5,000 万美元入股永乐,置换陈晓手中 20% 股份的事。

为了这 5,000 万美元,永乐签下了和摩根的“对赌”协议:即永乐不能够实现较高的净利润,投资方就会获得更多的股权;永乐如果实现事先约定的利润目标,则可以从投资方那里获得股权。

“这是一份和蒙牛管理层类似的对赌。”参与过多起并购案的尹中余对记者说。尹中余认为这份协议充分体现了摩根的精明,不论情况如何,他们都输不了,但是国内的民营企业家却不能盲目乐观,虽然蒙牛赌赢了,但是蒙牛的故事很难重现,国内企业家最好不要主动对赌。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



按照对赌协议,永乐要想获得股权奖励,3 年内其净利润必须达到 7.5 亿元,这对永乐来说是个极大的挑战,在过去的 4 年中永乐的利润总和仅 6.77 亿元。王永中认为:“永乐管理层要想拿到这份奖励,意味着未来两年的净利润增长至少要达到 60% 。”

无论如何,永乐把自己拽上了这趟不得不和资本搏击的战车,其结局要么是借力登上中国家电渠道的霸主地位,要么是被资本所抛弃进而退出主渠道。

这场对赌协议背后,是飞速壮大的中国家电零售市场的霸主地位争夺战和本土企业与国际资本的博弈。

永乐并不缺钱。去年 10 月永乐在香港上市募集到 10.26 亿港元,但是为了应对今后的发展,陈晓还是希望获得摩根这“有条件”的 5,000 万美金。

“这个钱拿得艰难。”在尹中余看来,摩根士丹利作为承销商,在永乐上市后快 3 个月才买进股票有些诡秘,“上市之前购买,投行的介入一般会有利于提高上市公司的发行价格。很少在上市之后资金还比较充裕的时候进入的,除非事前有约定。”

“不过大家都为了尽快占有规模优势,并压住对手,因此对资本的渴求就是情理之中的事情了。”尹中余说。另一个方面,尹认为,正是这种需求使得外资可以携资本优势,待价而沽。

来自 2005 年中国连锁百强企业的资料显示,国美销售额 498 亿元,苏宁接近 397 亿元,而永乐仅仅 158 亿元。要想获得和国美、苏宁争锋的底气,永乐必须以更快速度开店,通过数量的堆积完成总量的提高。

即使是国际巨擘百思买进入中国,也先采取了收购五星以达到规模优势这样的手段。国美电器品牌管理中心总监何阳青承认:“前三名的企业一年至少新开 100 多家店,动辄几亿的资金不是小数目。”

开新店上规模的压力使得陈晓谋求更多的资本筹码。中国商业联合会专家委员会委员顾国建指出:“通过上市已经完成第一轮资本扩张的国美、苏宁和永乐,要实现企业下一步的增长,更大程度上需要依赖于企业并购和门店数量的增长。”

在摩根和永乐的合作中——早在去年上半年,摩根士丹利就曾给永乐投入过 4 亿元。最后双方成交的股份从此前约定的 10% 上升到了 20% 。但在永乐和大中的联盟宣布后,摩根选择了抛售打压永乐股价。

“摩根打压股价,将使得永乐和大中的成交额度发生新的变数。”孙为民认为,股价直接影响双方的股权置换比例。

一个暂时未得到永乐和大中证实的消息是:这个仅仅两个月的联盟将以分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手告终。不知道这个消息是否能让摩根回心转意。但是陈晓已经后悔。就在今年三四月间，陈晓承认："如果能重走一遍，我更希望摩根士丹利是我们的战略投资者，而非财务投资者。财务投资者以逐利为目的，其最后必然要出让股权牟利，跟你'结婚'的同时，实际已签好'离婚'协议。但战略投资者将与永乐共同成长。"

(二)英才(2006年6月30日)：永乐一年生死限　陈晓命悬大中电器

"陈晓想收些赌本回来。"得知永乐电器和大中电器合并的消息之后，清华大学中国经济研究中心副主任宁向东下意识地说了这句话。

这句话起源于永乐和摩根士丹利的对赌协议。2005年1月，摩根士丹利及鼎晖以5,000万美元入股永乐，以换永乐董事长陈晓手中20%的永乐电器股份。

这酷似当年的蒙牛乳业，此交易是否是大摩埋下的一个"伏笔"？

如果永乐2007年(可延至2008年或2009年)的净利润高于7.5亿元，外资股股东将向永乐管理层转让4,697.38万股永乐股份；如果净利润相等或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股股东转让4,697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层将向外资股股东转让多达9,394.76万股，这相当于永乐上市后已发行股本总数(不计行使超额配股权)的约4.1%。

觊觎5,000万美元，上市心切的陈晓给自己套了个国际投资的枷锁。

大中是永乐的提款机？

永乐电器一直是中国家电连锁行业的老三，不过，这个小弟相比于大哥国美、二哥苏宁始终判若云泥。不足有二：其一，销售规模，根据2005年中国连锁百强企业资料显示，国美将近500亿元，苏宁将近400亿元，而永乐仅150亿元多一点儿；其二，区域性公司的形象难以摆脱，尽管陈晓一直在努力将永乐打造成全国连锁企业，甚至不惜重金强行进入北京市场，但收效甚微。

根据永乐电器2005年报分析，由于竞争加剧和网点增加的摊薄效应，永乐分店每平方米销售额下降了2.8%，其毛利率也下降0.6个百分点至6.9%。只是由于其网点的增加，令供应商赞助一项大涨134.7%，永乐由此获得的收入就高达6.25亿元，来自供应商的总回报(即返利和赞助费两项合计)占营业额的比率，已由2004年的10.8%上升至2005年的12.1%。

如此情境，陈晓该出哪张牌呢？内修销售？扬言"一级市场永远是最好的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场"的苏宁电器总裁孙卫民已率苏宁杀入上海市场，在陈晓面前耀武扬威。外修规模？于是乎，陈晓把牌做大，思考出了一个连摩根士丹利都称为"出乎意料的妙招"：和盘踞京城的大中合并，把非上市公司大中电器当做永乐的提款机，赌赢大摩的同时抢占日益缩水的市场。

牌局一变再变。

一位家电巨头如此评论陈晓：他是其中最厉害的，因为他最沉稳，也够冷峻。陈晓没理由只在上海做个郡王，因此他一再改变牌局，摩根士丹利的青睐也是随之而来：

主创"中永通泰"，打造永乐收购平台。

2002 年底，业已在上海独大的永乐在全国市场相较国美、苏宁依旧势力低微。面对激烈竞争，陈晓冷峻的扩张面目初现，2002 年，主导发起了"中永通泰"采购联盟，与北京大中、河南通利、山东雅泰、成都百货等家电流通企业达成"互不介入"协议，借此巩固现有地位，同时为日后的扩张打下基础。

2003 年起，不断通过收购和重组涉足全国市场，在获得大摩的 5,000 万美元资金撑腰后，先后收购广州东泽电器，与成都百货各出资 50% 成立合资公司。

后又击败国美、苏宁先后收购了闽灿坤、厦门思文以及河南通利，当年亲自主导的联盟终告解体。除倒戈五星电器的青岛雅泰和在超出陈晓胃口的大中电器之外，"中永通泰"成员已悉数拜倒在永乐裙下。到 2005 年 9 月底，永乐已在 6 个省和 3 个直辖市开设了 151 家门店，仅次于国美、苏宁。

然而，永乐在上市前的并购显得莫名仓促，尤其是花上亿财资收购资质不佳的闽灿坤，颇有为上市盲目做大资产之嫌。

创办合资公司，挺进西安、青岛。

2005 年 12 月 11 日，原"中永通泰"两巨头大中电器与永乐电器共同签署了一份框架合作草案，双方共同出资（各出 50%）组建新的合资公司。在沿用各自品牌的前提下，两大连锁巨头位于所选区域内的门店，均由该合资公司统一管理，在采购、营销、拓展和人力资源上实行独立的公司化管理。而这些区域的经营利润将分享，相应的经营风险则由双方平均分担。

这一举动，足以看出陈晓依旧对大中电器念念不忘。当年业界也有猜测，盛传这是永乐电器收购大中电器的预备役。陈晓胃口之大，在家电连锁业已久负盛名。

两家店分别叫做：西安永乐大中电器和青岛大中永乐电器。

自建北京门店，大幅亏损。

2005 年 5 月 30 日，永乐电器召开新闻发布会，地点选在李闯王破北京之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地——德胜门。用心良苦，却无奈北京市场水深滩多。

北京市北三环联想桥，一幢写字楼很怪异，左黄右蓝。黄的是永乐电器，蓝的是国美电器，两家比邻而居，相隔一米。这种配色很怪，两家店的生意更怪。永乐电器联想桥店店长只谈利好：我们采取本土化经营，员工，供应商……都是本地的，因此，我们的经营从来没遇到过困难。但为什么人流量就和一墙之隔的国美判若云泥呢？

永乐亏损严重。其症结在于没有根据北京市场的形势，采取最为有效的低价竞争策略，反而是强调所谓的服务，把销售重点定位于"团购"市场。

历经十载，陈晓招招新牌局，把永乐做成了家电连锁业的老三，换来"巨头"之称的是5,000万美元的赌本，却背了4,697.38万股甚至9,394.76万股的"致命"协议。影响陈晓这场赌博的，有两个不确定因素——摩根士丹利和大中电器。摩根士丹利的动作、大中电器的特性。动静之间，陈晓游走于生死门之交。

如何收拾大中电器？

众所周知，大中电器是张大中一手操办的，个人占有78%的股份。大中电器在北京占有家电销售业50%的份额，在京城独大。

看大中数据，真是个让人垂涎三尺的好身家：家底殷实，身世清白。但一位大中电器的员工说：以前和百思买谈过，没谈成，外资兴趣不大，因为大中电器太小作坊了。"小作坊"，这位员工说的是管理，哪怕你能把大中电器轻松打包买走，收拾起这个摊子来也委实不易。

大中的问题不小：

首当其冲是内部管理，试想，一个没有ERP，每年销售额接近80亿的大型家电连锁销售商如何管理？想必提到库存，张大中都会头疼，正如五星电器的一位主管了解这一情况后所说："这怎么经营？"

本书点评

就凭没有ERP系统，我就可以判大中的死刑。用摆地摊的管理来经营商业连锁，不死就怪了。

其次是外地投资不理想，大中电器发迹于北京，却一下跨越河北、天津等省市把触角伸到了重庆、南宁……业内人士都很迷茫，这样一来，物流成本提高，经营压力剧增。为什么不立足于打造华北区区域优势，反而漫天撒网呢？

对于陈晓，一脚落下去是空是实，就不那么容易拿捏了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



永乐发展到现在只有短短的10年,其间经历了不断地收购和重组。因此,企业内部文化并不坚固,难以形成核心理念,这一缺憾会在整合过程中表露无遗。面对在京城驻扎了24年的大中,陈晓很难用永乐来装点大中的门面。现在,陈晓委托张大中经营京津11家门店,永乐电器的一名员工指着“强强联合、大中巨献”的广告说:要么退回上海,要么划江而治,现在这里已经不好待了。

此番作为,陈晓消灭了一个强势的竞争对手,外部压力锐减,内部压力却与日俱增。

五星电器企划部经理马成对陈晓的这一手法颇为不解:要整合大中电器,永乐难免错失抢占二三级市场的时机,整合成本也会给永乐带来压力。

摩根隔岸放火。

马成看法如此,摩根士丹利也借此题大做文章:

在其4月24日发表的研究报告中指出:中国永乐收购大中电器,增强了该公司为内地家电业主要领导者的地位,但其成本快速增加以及偏贵的估值,令摩根士丹利认为,应等候更佳的入市机会。该行认为,为反映中国永乐的成本增加,调低今明两年赢利预测25% ~27%。借题发挥之余,大摩以收市价折让方式出让手中所持股份,此事在4月25日得以实现,永乐市值缩水近20亿元,而战略投资者的套现达到12亿港币。

本想借大中抛弃“对赌”枷锁,但陈晓似乎不能如愿,大摩的算盘太精明:

“当日中午便传出,永乐战略投资者股东准备以收市价折让方式出让手中持股,于是便有基金率先在市场抛售获利,然后再行认购权补仓。”一位分析师称,“以永乐现在的财务状况,如果收购大中,必然需要在股市上进行再融资,摩根士丹利此时抛出报告,可以极大打压永乐的股价,将其再融资扼杀在摇篮里,进而挫败两家的合并计划。”

5,000万美元,陈晓把永乐装在了摩根士丹利的套子里,一年之后决生死。

本书点评

说明摩根士丹利很有风险意识,在中国内需不发达的市场里,不可能容纳太多的家电零售连锁巨头,竞争必然导致兼并。

(三)新华网(2006年11月3日):行业祸福未卜

备受关注的国美收购永乐案终于尘埃落定。11月1日晚,国美电器宣布,国美以52.68亿港元的价格收购中国永乐。退市后的永乐将成为国美电器的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全资子公司，并继续以自己的品牌、在自己曾经的地盘上为国美"打工"。

国美收购永乐，创造了家电流通领域的一个"巨无霸"。这使得原本以国美、苏宁、大中、永乐四方为主体的竞争平衡遭到破坏。国美电器逐渐逼近一统天下的"野心"背后，是整合行业资源，还是谋求寡头垄断？而当个性鲜明的黄光裕成为这艘航母的"船老大"时，带给业界的，到底是福音，还是祸患呢？

1. 悬疑之一："吃厂家"的赢利模式

在业界颇受争议的"国美模式"，就是以尽可能低的价格，实现快速销售，并最大化地占领市场份额。媒体公开报道显示，国美电器的大部分利润，并不是来自于通常的销售环节，而是来自于上游供货厂商的销售"返利"。国美电器的报表也显示，向供货商收取的进场费、广告推广费等"其他收入"，占据了公司利润的很大比重。

以国美电器为代表的家电连锁零售业，对我国的家电产业健康发展功不可没。但名目繁多的费用、久拖不还的货款，在让顾客享受低价商品、商家坐收滚滚财源的同时，却让厂家叫苦不迭。国美以低于厂商定价的方式推动销售，产生的亏损甚至要厂商弥补。国美门店名目繁多的各种收费也令厂商怨声载道。

在今年4月召开的全球家电论坛上，一些电器厂家直言不讳，矛头直指国美电器。黄光裕也承认与厂家的分歧，双方的矛盾公开化。除了长期与国美交恶的格力外，今年以来，美的、海尔、格兰仕等更多厂家开始转向，将销售渠道开始从单一的连锁卖场转向专卖店或传统渠道。

黄光裕和他的国美电器已经意识到了这个问题的严重性。今年下半年以来，黄光裕一改往日的强硬态度，在不同的场合，多次向生产厂家"示好"，表示要让厂家也有钱赚，要实现双赢。而在收购永乐后的宣传中，国美电器甚至将改善厂商关系作为工作重点之一。如，将厂家促销员逐步转化为商家的营业员，使厂家将精力转移到产品研发，从而减少厂家过分参与终端而产生的高额的成本投入；整合厂家目前过于分散的物流、仓储成本，减少过多物流环节，提高商品周转速度；集中提供准确的终端信息；通过精细化的经营管理，加快商品的流通，盘活现金流，缩短交易的时间，减少交易成本，等等。

生产、流通、消费、投资，这四个环节构成了一个完整的产业循环体系，任何一个环节出现问题，整个产业就要受到损害。就像当年连锁对于只重生产不重流通的家电业的革命性意义一样，当"渠道为王""一环独大"的发展模式严重削弱生产厂商之时，渠道的变革就势在必行了。合并后的国美电器能否信守诺言，改善此前的赢利模式，将直接影响它今后的发展命运。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 悬疑之二："吃独食"的老大心态

今年8月，上海发生过一场荒唐的"闹剧"：刚刚宣布合并的国美和永乐，通过手机向供应商传达了"四不政策"——不参与苏宁联合报纸广告、不参与苏宁联合促销、不参与苏宁户外活动、不参与苏宁任何开业活动。上海国美的一位高层人士甚至要求几十家供应商"站好队"：不要为了20%的市场，得罪80%的市场份额。

国美和永乐的这种无理要求，遭到了生产厂家的反对，也成为业界广为流传的笑料。"四不政策"的迅速破产，表明垄断不得人心。那些从国美店里撤柜以示抗议的生产厂商，用行动表明了对平等竞争的支持。

目前，国内家电流通领域内恶性竞争时有发生：7月31日，黄光裕对媒体公开评论作为上市公司的竞争对手，称"苏宁股价虚高""国美收购苏宁只是时间问题"，要打到苏宁国美合并为止。8月8日，国美电器广东茂名店与茂名明湖电器商场因互相打探对方价格引发暴力冲突。

国美收购永乐，将使门店总数达到800家，年销售能力接近800亿元。合并后，新集团在业界的"老大"地位进一步巩固。国美电器在新集团成立的宣传材料中称："国美将充分发挥领导地位，引领行业的竞争向健康、守法、安全的方向快速发展，提高供应链效率。"

作为业界"老大"，既要享有其规模效应带来的权利，又得履行引领行业健康发展的义务。而我们耳闻目睹的，常是国美电器与自己的身份不符的"老大"做派。如何当好"老大"，国美电器仍有艰苦细致的工作要做。

悬疑之三："吃规模"的发展思路

正如中国是家电大国而不是家电强国一样，整个家电连锁销售行业"规模而不经济"的问题，在国美身上表现明显。

国美电器2005年的公开财务信息显示，随着门店数量的扩张，反映公司赢利能力和资产管理效率的一些关键指标并不乐观：其基础赢利能力指标从2004年的12%下降为2005年的9%；总资产收益率从11.35%降为8.30%。成本费用则呈现居高不下且略有上升的势头：成本费用率指标从2004年的90.18%升至2005年的90.80%。同时，扩张后公司的资产经营管理效率也出现下滑，存货周转率从8.8降至6.6，销售货款回收天数从18天延长至26天。

随着竞争的加剧，家电行业各环节的利润越来越薄。今年以来，许多企业开始修炼"内功"，而国美依然在规模扩张的道路上狂飙突进。有业内人士称，连锁行业发展"规模不经济"，表明外延型扩张模式已经走到了尽头。他们提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

醒，对零售渠道“通路利润”的依赖、人才和内部管理的薄弱，是国美未来发展的最大瓶颈。

国美显然已经意识了这个问题。国美电器称，新集团建成后，将从价格战转变为价值战，从原来“规模—发展—效益”调整为“发展—效益—规模”，尽快实现产业发展的差异化进程，建立新的行业秩序，改变目前行业高成本的竞争，推进行业健康发展。

论个头，国美电器过去是，现在更是业界“第一”。但企业不是土豆，个头大就能卖上好价钱。我们不能要大而虚，在利润日益薄弱的今天，家电连锁业要发展，诚如国美所言，只能走充实内涵的发展之路。

本书点评

做大与做强是个辩证关系，在中国目前的境况下，做大做强是不科学的，做强做大才是科学的。中国企业家中有一个有趣的现象，整天叫嚷做大做强的都是小企业。想急功近利地赚快钱，做大做强就成了口头禅了。

（四）雅虎财经（2007 年 2 月 5 日）：国美并购永乐：融合还是清洗

随着黄光裕夫妇入局永乐董事会，永乐正式“改朝换代”。永乐体系中，重要席位几乎一边倒地由国美“大将”迅速接手。尽管公告强调，除陈晓之外，所有原永乐的执行董事的辞任均是私人原因，然而关键员工的流失却是显而易见的。惠普并购康柏，名噪一时的就是宣布“员工既往合同一概终止，重新参与竞聘”。虽然推出了许多挽留政策，但康柏高层还是大批离去，不能不说是对并购价值的一种减损。

犹如一家族被另一更强势的家族所掌控，排解被并购者的抵触与不安，关键在于并购方的态度：是融合还是清洗？融合会产生协同效应，而清洗只会增加交易成本，导致尴尬结局。那么，并购企业如何达成实质性的融合？

1. 并购前，要确立 HR 的战略合作伙伴地位

中国大多数并购案中，HR 只被当做操作性部门，在尽职调查期间或者执行并购阶段才介入，在准备进行并购交易之前，却没有被赋予任何决策权，从而不能做出战略性支撑。往往并购止于名义整合，但实际各分、子公司都有单独的营销部门，沿袭原有的市场营销理念和管理模式，并没有真正被整合到统一的集团平台，无法产生协同效应。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并购交易中,HR 的重要职责是如何从 HR 的角度,诸如岗位设置、人员配备、员工薪酬、福利、养老及休假制度等方面去控制交易的成本和潜在的风险。如果在制定并购战略之初让 HR 部门介入的话,就不至于走入过于艰辛的弯路。

2. 并购中,通过个性化沟通留住关键员工

国美并购永乐案宣布后,国美员工欢欣鼓舞,而永乐员工却人人自危,国美高层遂语重心长地告诫不得歧视永乐员工,然而"不得歧视"本身就已包含了歧视。保留关键员工意味着人力资源的增值,并购方必须慎重考虑向被并购方员工发布哪些信息,何时发布,用何种方式发布。在信息发布之前,通过个性化方式与有意保留的员工开展深层次沟通,把握其真实需求,解除心理防线,谋求共同发展。

曾经有些收购方简单地以为,只要把被收购方员工工资上涨就可以防止流失了。但经过 HR 部门面对面地深度考察,他们的真实需求其实是一组不同权重的组合:工作环境、设施、薪酬、培训和发展的机会等,做好系统性调整,也许稍微加薪甚至不用加薪就能达到留人目的。

并购后,关注文化融合,重新调整准心国美企业文化凸显出北方特有的勇猛和强悍,甚至还被评价为带有"老大式"的特征——

执著且霸气十足。而立足上海的永乐在创立之初就倡导"永乐是大家的永乐",更多具有南方特有的温婉与细腻。尽管并购双方都清楚文化融合的重要性,但如果只把注意力集中在并购前事务中,大功告成后的放任自流,会导致最终貌合神离。

想一枪击中靶心,关键是调整好准心。两种文化碰撞要求决策层必须重新调整准心,兼容并蓄,提炼出新的企业文化。同时可以为此成立文化建设部门,利用内外部媒体,组织团队活动,调动一切宣传手段,专门负责向企业全员宣教、灌输新文化、新理念和新价值观,实现真正意义上的强强融合,从而迅速形成一种更新的向心合力。

本书点评

中国民营企业还很少有资格谈到企业文化这个层面,即使有所谓的企业文化,也是形象工程。因为他们整体上还处在资本的原始积累阶段,还在资本主义的初级阶段。按照马克思话来说,资本的每一根毛孔里面都渗透着血腥。其实对于国美来说,只要建立一个真正平等发展的制度,就能很好地解决永乐员工的抵触和不安。但是这很难,国人的派系意识太强了,渗透在中国社会的各个层面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五十四章 雨润

一、案例情况

（一）公司介绍、现状

江苏雨润集团总部设立在南京市建邺区，是一家集食品、房地产、旅游、高科技、投融资等六大产业于一体的集团性企业，下属36家子（分）公司，分别设立在江苏、安徽、北京、上海、河北、甘肃、四川、辽宁、广西、广东、湖南、江西、新疆、黑龙江等21个省、直辖市。

2003年，随着国有企业改革改制步伐的加快，雨润凭借以往在这方面的经验，又成功重组十家大中型国有企业。目前已形成年屠宰生猪800万头，年加工熟肉制品25万吨的生产能力，初步形成了以华东为根据地，辐射全国的区域战略格局。

作为国家级农业产业化重点龙头企业，目前，雨润集团总资产达39亿元，职工总数16000多名；2003年实现工业总产值62亿元，利税6.03亿元；纳税总额3.2亿元（南京地区企业纳税1.64亿元），2002年被国家税务总局评为中国民营企业纳税50强排行榜第15位，省国税局评为全省民企纳税大户前十强，仅南京地区单家企业2001年度纳税8,444万元，名列全国食品行业纳税大户第8名。

集团现有雨润、旺润、福润得、雪润、福润、法香等六大品牌十大系列共1000多个品种的产品在全国200多个大中城市销售，并出口俄罗斯、朝鲜及东南亚、港澳等国家和地区。1999年2月，在全国肉食品行业中率先通过ISO9001国际质量体系认证。2002年10月，一次性顺利通过了HACCP认证，同年雨润低温肉制品通过了出口卫生注册，标志着雨润低温肉制品走出国门。2003年7月，雨润又率先在食品行业通过ISO14001环境管理体系认证和QS质量安全市场准入认证；“福润”牌猪肉获“无公害”农产品认证……

根据国家权威部门统计，自1999年6月起，雨润低温肉制品市场占有率一直居国内市场第一。2003年度荣列同类产品全国市场综合占有率第二。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



雨润人的核心价值观是“创新、开放、回报”。十年来，集团共安置下岗职工8,900名，吸收大学毕业生2,000多位;2003年捐助预防SARS病毒资金335万元，其他方面捐赠90多万元。多年来，雨润集团累计向社会各界捐助总额近千万元。

雨润的发展，得到了社会各界的认可。全国工业企业500强中排名为327位;民营企业500强中列25位;连续多年被评为“全国食品行业质量效益型企业”;连续8年被合作银行评为“AAA级信用企业”;“中国食品工业突出贡献企业”、“全国诚信守法乡镇企业”、“2003中国肉类食品行业50强企业”等多项殊荣;2001年，国家人事部批准雨润集团成立“博士后工作站”，祝义才董事长也被授予“中国食品工业20大杰出企业家”、“中国十大杰出青年农民”、“江苏省劳动模范”等荣誉称号，并当选为十届全国人大代表。

雨润人奉行“真诚如雨，滋润万家，不断创新，赶超一流”的质量方针，为广大消费者奉献更安全、健康、营养、美味的食品，为实现“创造中国食品工业辉煌”的目标而努力奋斗。该企业在中国企业联合会、中国企业家协会联合发布的2006年度中国企业500强排名中名列第124位。

表54－1 财务业绩

指标名称	2007/12/31	2006/12/31	2005/12/31	2004/12/31
每股赢利	54.68	34.00	34.00	18.50
每股净资产	2,538.28	1,686.5	1,543.89	716.15
每股现金含量	14.04	8.50	6.80	
指标名称	2008/06/30	2007/12/31	2007/06/30	2006/12/31
总资产	6,605,014.00	5,971,750.00	3,584,010.00	3,151,332.00
总负债	2,259,434.00	2,095,909.00	806,567.00	702,614.00
股东权益	4,345,580.00	3,875,841.00	2,777,443.00	2,448,718.00
指标名称	2008/06/30	2007/12/31	2007/06/30	2006/12/31
营业额	5,313,222.00	8,085,751.00	3,407,395.00	4,720,694.00
税前利润	644,626.80	853,995.40	404,806.00	493,669.00
经营赢利	547,785.30	816,112.30	402,565.00	485,026.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指标名称	2008/06/30	2007/12/31	2007/06/30	2006/12/31
经营性现金流	313,133.00	700,759.60	361,577.00	410,598.00
投资性现金流	-772,587.00	-1,231,433.00	-340,255.00	-773,841.80
融资新现金流	131,256.00	1,468,765.00	-86,947.00	-173,435.10

本书点评

从报表上来看，雨润堪称是民营企业的典型，它的主业经营现金流很好，每股利润稳步上升。但是投资现金流很差，什么投资会造成这么大的负的投资现金流呢？估计是房地产！卖肉的不去卖肉，去卖房子。谁看过可口可乐去卖房子、搞旅游？浮躁的多元化。因为卖肉是赚钱，而卖房子是抢钱。做大做强是每一个中国民营企业家的梦想，开口就是世界500强，做大做强是口头禅。可是有多少人讲做专做强呢？后工业化时代更强调专业性，社会分工更精细。以雨润为例，可以在食品行业内兼并收购。只有专业性才有资格谈品牌。GE再玩儿资本运作也没去搞房地产，也没去搞旅游。中国的资本家还处在资本主义的初级阶段，还处在什么有钱干什么的幼稚期。所以大批的有相当规模的民营企业倒闭的现象是很正常的，是符合历史发展的客观规律的。

（二）历史沿革

2005年3月，高盛、鼎晖和新加坡政府投资基金（GIC）联合向雨润食品投资了约7,000万美元，其中高盛向雨润食品投资了3,000万美元，鼎晖投资了2,200万美元，GIC投资了1,800万美元。雨润食品公告资料显示，鼎晖持有雨润食品上市后总股本的3.5%，共51,128,370股股份。按2006年7月13日的收市价5.85港元计算，其持股市值约3亿港元，与其投资额相比约有74%的溢价。

上市前，雨润食品与三家战略投资者签署了“对赌协议”，如果雨润食品2005年赢利未能达到2.592亿元，战略投资者有权要求大股东以溢价20%的价格赎回所持股份。而年报资料显示，雨润食品2005年利润总额远超这一数额，达3.59亿元，因此根据“对赌协议”，鼎晖、摩根士丹利、GIC在上市满1年后才可套现退出。而雨润食品的业绩稳定增长，2005年每股赢利为0.344元，较上年的0.185元增长了约86%。2006年6月又以6,741万元收购大股东祝义才



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



及其配偶吴学琴持有的安徽福润100%股权。安徽福润为农业产业化国家重点龙头企业，可获豁免所得税。据花旗估计，若雨润食品整体有效税率由15%降至10%，2007及2008年度其赢利可分别达到5.16亿元及5.85亿元。

仅从这四个项目中，鼎晖赢利至少达到15亿元以上。即使不算其他投资项目的收益，鼎晖基金投资的总收益率也已超过130%（表54－2）。

表54－2 鼎晖目前退出项目一览

公司名称	介入时间	投资金额	持股比例	上市时间	获利情况	投资回报率
雨润食品（01068.HK）	2005.3	2,200万美元	3.5%	2005.10.3	约1.28亿港元	74%

二、各方观点

（一）《东方早报》（2005年10月4日）：雨润在港上市掌门祝义才进账30亿元

江苏雨润食品集团以“中国雨润食品集团有限公司”名义于今天（3日）在香港联合交易所主板挂牌上市，股票简称“中国雨润”，股票代码为“1068”。借此次上市发行，雨润集团掌门人祝义才身家进一步扩大约30亿元，并坐拥沪、港3家上市公司。

雨润集团是全国最大的肉食品加工企业之一，旗下深加工肉制品、冷鲜肉及冷冻肉两大业务，同时也是祝义才进行业务向其他领域扩张的现金机器，去年全年赢利1.69亿元。为实现雨润集团上市，祝义才将该集团旗下子公司股权置入在百慕大注册的“中国雨润”，并引入世界三大投资银行之一的高盛（GOLD－MANSACHS）、世界最大的政府投资基金新加坡政府投资公司（GIC）、亚洲著名投资公司鼎晖投资（CDH）等投资者。上月20日起，“中国雨润”向全球发售4.16亿股，国际配售和公开发行各占90%和10%。“我们得到了国际各大机构投资者所追捧，香港零售部分超额认购156倍，国际认购部分超额认购21倍，认购总金额近80亿美元，最终‘中国雨润’上市时的交易价定为3.7港元/股，位于指示价2.85～3.7港元上限。”雨润集团总裁助理夏重银昨天告诉记者。

按“中国雨润”上市交易价3.7港元/股计算，该公司此次上市最多可筹集约17.78亿港元（含国际买家行使超额配股权），这将是香港联交所食品饮料板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

块最大的上市活动。据“中国雨润”招股书披露，公司募集所得净额57%的资金将用于扩充产能，包括冷鲜肉、冷冻肉及深加工肉制品业务；20%用作应付营运资金；其余用于收购土地及厂房、研发及扩充、改善销售网络等。

（二）《新财富》（2006年10月15日）：对赌结局未揭晓

2005年9月，雨润在香港上市时，高盛、鼎晖投资和新加坡投资公司PVP基金（以下简称PVP）与雨润签订了一份“对赌协议”，若中国雨润2005年净利润在2.63亿~3.25亿元区间，中国雨润便需按特定系数将至多2.81%的已发行股份，转给高盛及其他投资者。雨润香港上市后，高盛、鼎晖和PVP三家共持有股数为193,915,950股，其中高盛持有94,437,150股，鼎晖持有51,128,370股，PVP持有48,350,430股，在雨润三次融资中，三家合计投资了7,000万美元，其中高盛3,000万美元，鼎晖2,200万美元，PVP1,800万美元。按照雨润最近的股价2006年9月19日收盘价6.43港元来计算，三家外资股东持有雨润的总市值为1,246,879,559港元（约合1.6亿美元）（表54－3）。

表54－3　高盛的可能回报率

2005年净利润（亿元）P	总股本（亿股）A	割让股数（亿股）（负值表示管理层回购）	总持有股数（亿股）B	每股盈利（元）E＝P/A	市盈率X	每股股价（元）Y＝E×X	总市值（亿元）Z＝B×Y	投资回报率
2.63	14.5195265	0.40799869	2.34715819	0.1886	20.67	3.8984	9.150072296	61.96%
3.25	14.5195265	0	1.9391595	0.2330	20.67	4.8164	9.339758476	65.32%
2.59	14.5195265	1.9391595	0					20%

（三）中证网（2007年2月13日）：雨润食品与S双汇不构成同业竞争

S双汇公告，接公司控股股东双汇集团通知，香港罗特克斯有限公司已于2月9日收到证监会有关文件，对罗特克斯公告收购报告书全文无异议。高盛集团在收购报告书中表示，其在雨润食品的投资对S双汇不构成同业竞争。

目前，罗特克斯《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书》全文正在证监会的审核过程之中，罗特克斯将在证监会审核无异议后予以公告并履行要约收购义务。根据协议，漯河市国资委将其持有的双汇集团100%股权，以20.1亿元价格转让给罗特克斯，海宇投资将其持有的S双汇25%股权以56,218.6万元价格转让给罗特克斯。罗特克斯股权结构为，高盛策略投资（亚



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



洲)有限责任公司持有51%的股权,鼎晖Shine有限公司持有其49%股权。

2004年年中,高盛集团有限公司通过其全资附属公司全权管理的投资基金对雨润食品进行财务投资,而鼎晖中国基金(鼎晖中国成长基金控股有限公司作为普通合伙人管理的另外一只投资基金,与鼎晖中国成长基金Ⅱ由相同团队进行管理)亦通过其全资拥有的子公司对雨润食品进行投资。

2005年9月,雨润食品在香港联合交易所上市。在雨润食品上市时,高盛集团有限公司(通过其全资附属公司全权管理的投资基金)所持有的雨润食品的股份为6.50%,鼎晖中国基金(通过其全资拥有的子公司)在雨润食品中持有的股份为5.87%。

此后,双方对雨润食品的持股均有所减持。截至2006年11月22日,高盛集团有限公司通过其全资附属公司全权管理的投资基金持有雨润食品的股份比例为3.62%,此外,通过其他子公司另外间接持有雨润食品0.26%的股份。因此,高盛集团有限公司对雨润食品的间接持股从最初上市时的6.50%下降至目前3.88%。鼎晖中国基金对持有的雨润食品的股份亦从最初上市时的5.87%下降至目前的1.06%。

罗特克斯认为,关联方在雨润食品的投资对S双汇不构成同业竞争,原因是高盛集团有限公司和鼎晖中国基金对雨润食品的投资是通过其属下的投资基金进行的。该等投资基金作为财务投资者,并不谋求对被投资企业的控制和经营管理权,其投资目的是通过选择适当行业的公司,借助资本市场取得投资回报。

本书点评

因为投资银行减持,所以雨润和双汇不是竞争关系,这是什么逻辑?雨润和双汇的火腿肠放在同一个超市的货架上,怎么不是同业竞争呢?难道其中一个品牌只卖给外星人?

目前高盛集团有限公司和鼎晖中国基金合并间接持有雨润食品仅4.94%的股份,在雨润食品11名董事会成员中,高盛集团有限公司和鼎晖中国基金仅各委派一名非执行董事。根据雨润食品的公司章程及细则第114条的规定,关于雨润食品的各项常务事宜,均只需董事会过半数董事投票赞成便可通过,同时任何董事对雨润食品各项决策事宜均无否决权。因此,雨润食品11名董事会成员中,由高盛和鼎晖分别提名的两名非执行董事,对于雨润食品各项决策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事宜并不拥有否决权，其投票权限亦无法对雨润食品各项决策事宜的表决形成控制。可见，高盛集团有限公司和鼎晖中国基金既不是雨润食品的控股股东，也不是第一大股东；既不控制雨润食品的董事会，也不参与雨润食品的日常经营管理，因此完全是雨润食品的被动投资者，因此，其投资雨润食品并未控制雨润食品，与S双汇不构成同业竞争。

本次收购完成后，罗特克斯将利用高盛和鼎晖在资金、人才、管理及国际市场运作上的优势，帮助S双汇从国外引进先进技术，提升公司治理结构和管理水平，优化和完善双汇发展产业链，吸引人才，从而提升企业形象，促进S双汇的进一步国际化发展，把“双汇”打造成中国的百年老店和国际知名品牌。

（四）《理财周报》（2008年8月11日）：三年三步布局雨润系家族敛财100亿

造就了雨润食品的神话后，祝义才开始了多元化发展之路。

2002年4月，祝义才出手收购了香港上市公司东成控股（0735.HK，该公司已改名为中国电力新能源），并出任公司董事一职，直到2005年3月才辞去该职务。

到目前为止，祝义才仍旧通过一家叫做Wealth Success Limited的公司持有中国电力新能源33.93%的股份，其中祝义才持有Wealth Success Limited52%的股权，另外48%的股权由自然人黎亮持有。

祝义才在资本市场跨出的第一步是“借壳上市”，显得有些低调，这也仅仅是他的试水之作。第二步，他开始“染指”境内A股市场，采用的战术是“搭股改便车”，通过二级市场收购南京中商流通股。

向来行事低调的祝义才通过雨润旗下的江苏地华房地产公司连连举牌，在二级市场悄然购入南京中商。根据公告显示，早在2004年11月，江苏地华就开始举牌南京中商，经过十多次举牌之后，在2005年2月，江苏地华累计购入南京中商流通股33,265,787股，占已发行股本的23.17%，成为南京中商第一大股东。与第二大股东南京市国有资产经营（控股）有限公司持有的23.07%股权相差无几。

更幸运的是，江苏地华并购南京中商事宜获得证监会批准。这是《上市公司收购管理办法》出台以来，企业通过增持流通股直接并购上市公司获得成功的首例。获得控制权之后，祝义才继续拉大与第二大股东之间的差异，至目前江苏地华占股29.49%，第二大股东南京市国有资产经营有限公司占股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



12.80%。

拿下H股的“东成控股”、A股的“南京中商”之后，祝义才的重头大戏开始了，雨润食品准备在H股上市。

2005年10月，雨润食品在香港联交所主板挂牌。雨润集团香港零售部分超额认购156倍，国际认购部分超额认购21倍，交易价定在指示价(2.85～3.7港元)的上限。上市当日，股价从3.7港币的发行价格上涨10%左右。

这背后，祝义才选择了与蒙牛乳业相同的上市之路，那就是与国际资本“对赌”。根据资料显示，2005年3月，高盛鼎晖和新加坡政府投资基金(GIC)联合向雨润食品投资了约7,000万美元，其中高盛向雨润食品投资了3,000万美元，鼎晖投资了2,200万美元，GIC投资了1,800万美元。

上市前，雨润食品与三家战略投资者签署了“对赌”协议，如果中国雨润2005年的赢利未能达到2.592亿元，这部分战略投资者则有权要求大股东以溢价20%的价格赎回所持股份。

祝义才说，这份对赌十拿九稳。他当时就表示，雨润2005年全年的纯利将不少于3.35亿元，较去年增长超过1倍，派息率将不少于纯利的25%，远远超过外资股东的要求。

2006年3月，雨润食品公布的上市后首份财报，营业额上升72%，达到44.5亿元，净利润上升110%，达到3.6亿元(人民币)，远远超过与外资对赌的最低限。可以说，对赌，祝义才胜了。

8月6日，雨润食品的收盘价为11.04港元，市值168.97亿港元。目前，祝义才夫妇通过一家注册在英属处女群岛的公司Willie Holdings持有雨润食品53.47%的股权，两人身家已过80亿港元，如果再算上南京中商、东成控股的股份，夫妇俩身家已近百亿。

本书点评

雨润食品的成功得益于农业的产业化，是农业产业化升级的结晶。雨润赚取了产业升级的高附加值。中国部分地区正处于农业化向工业化过渡的进程中，雨润历史性地抓住了这个机遇，值得喝彩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五十五章 云海金属

一、案情介绍

(一)云海金属简介

云海金属前身为南京云海特种金属公司,于1993年11月30日在溧水县工商行政管理局注册成立,注册资金为205.60万元。1997年8月,南京云海特种金属公司改制为有限责任公司,并在溧水县工商行政管理局领取了企业法人营业执照,注册资本为2,208.89万元。经营范围:金属镁及镁合金产品、金属锶和其他碱土金属及合金、铝合金的生产和销售;以上产品设备和辅料的制造、销售;经营本企业自产产品及技术的出口业务;经营本企业生产、科研所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进出口业务(国家限定公司经营和国家禁止进口的商品及技术除外);经营进料加工和“三来一补”业务。公司参股或控股的情况如下:

表55-1 云海金属控股及参股情况

关联方名称	关联关系	所占权益(万元)	比例(%)	是否控股
南京云海镁业有限公司	参股公司		35.00	否
包头云海金属有限公司	控股子公司	688.00	100.00	是
五台云海镁业有限公司	控股子公司	12,000.00	100.00	是
闻喜云海金属有限公司	控股子公司	3,000.00	100.00	是
苏州云海镁业有限公司	控股子公司	2,600.00	100.00	是
瑞宝金属(香港)有限公司	控股子公司	100.00	100.00	是
南京云海金属贸易有限公司	控股子公司	1,036.25	100.00	是
南京虹美特种金属有限公司	控股子公司	36.00	64.30	是



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为全球最大的镁合金生产企业，通过扩张产能及延伸产业链的形式巩固其行业第一地位。增资五台云海镁业后，项目产能将达到年产 3 万吨镁合金，以及 3000 吨金属锶，使镁合金产能在未来有望增至 11.5 万吨，并将完善从白云石—原镁—镁合金—镁合金铸件的一体化完整产业链。镁加工技术的不断突破推升了镁的消费量，云海金属抓住有利时机快速崛起，目前在国内镁合金市场份额超过 30%。云海金属镁合金业务收入占总收入的 75% 以上，2008 年云海金属营业收入是 2004 年的 4.4 倍。2008 年四季度以来，受全球金融危机的冲击，公司产品销售量减少、销售价格下降，存货增加，对公司的经营和赢利造成较大影响。公司全年实现营业收入 22.91 亿元，同比增长 38.49%；实现净利润 4,126.38 万元，同比下降 30.85%。每股收益为 0.21 元。

公司仍在迅速扩大规模，并增加在上、下游产业链中的投入。同时，增加对研发的投入，从而在后续发展中更加主动。公司并非单纯的扩张产能，而是将产能向高技术、低成本方向转移。公司的产业链拓展符合行业的大环境，在冶炼领域的有限度延伸、与矿山保持紧密接触、对深加工稳步推进，都是较为稳妥的做法。我国凭借丰富的镁资源和低成本的“皮江法”冶炼，逐步扩大在国际市场中的份额至 70% 以上。而国内宏观调控的思路正是抑制高耗能产能的出口。考虑到冶炼产业的市场集中度不高，且存在大量竞争力低下的小企业，所以产业集中，并在此过程中淘汰落后企业，是较为合理的产业发展路径。同时，由于镁产业多受到地方政府的保护，产品合金化将成为目前中央和地方博弈中最为现实的发展方向。

(二)云海金属发展沿革

1. 第一阶段，改变企业性质，南京云海特种金属有限责任公司设立

南京云海特种金属公司，于 1993 年 11 月 30 日在溧水县工商行政管理局注册成立，注册号 13578680－5，注册资金为 205.60 万元，投资者为南京市冶金研究所溧水锶业工厂，企业经济性质为乡镇集体所有制。

1997 年 8 月，南京云海特种金属公司改制为有限责任公司。1997 年 7 月 20 日，溧水县晶桥乡人民政府与梅小明签订《协议书》，协议约定对梅小明先生开发的技术估价为人民币 200 万元，作为梅小明个人无形资产对企业的投入。梅小明先生开发的金属锶真空冶炼等技术在生产中的应用，为发明人创造了良好的经济效益，为发明人的金属锶等产品在同行业中长期处于技术领先地位奠定了坚实基础。1997 年 7 月 30 日，溧水县晶桥乡人民政府将晶桥乡下属的综

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合化工厂630.73万元资产划拨给南京云海特种金属公司，归南京云海特种金属公司所有。

1997年8月5日，溧水县晶桥乡人民政府出具“晶政字[97]65号”《关于对梅小明同志实行奖励的决定》：鉴于梅小明先生在发展乡镇工业中的特殊贡献，为更好地激励梅小明先生，决定将南京云海特种金属公司所形成的净资产的49%（含前述梅小明技术入股200万元）奖给梅小明先生，作为其对南京云海特种金属公司的投资股份。

1997年8月21日，南京云海特种金属公司改制为云海有限并在溧水县工商行政管理局领取了注册号为3201241001219的企业法人营业执照，注册资本为2,208.89万元，其中：晶桥实业1,443.73万元，梅小明出资765.16万元。

表55-2　云海有限设立时的股权结构如下

股东	出资额（万元）	出资比例
晶桥实业	1,443.73	65.36%
梅小明	765.16	34.64%
合计	2,208.89	100%

1999年5月20日，云海有限召开股东会，决议在公司内部调整优化股权结构，使公司成为乡集体、梅小明与公司职工三方共同持股的股份制企业。基于晶桥实业（1997年9月更名为化工集团）1997年用作出资的土地使用权至1999年5月尚未办理产权转移手续，本次股权结构调整前的化工集团与梅小明占公司股权的比例确定为化工集团占51%，梅小明占49%。2003年4月，化工集团向云海有限职工持股会出让全部股权。2005年12月，云海有限解散职工持股会。2005年12月，经职工持股会和股东会会议决议，云海有限职工持股会解散，职工持股会将其名下持有的云海有限44.93%的股权按各持股会会员的实际出资转让给各持股会会员，由各持股会会员直接作为股东持有云海有限的股权。

2. 第二阶段，两次引入战略投资者，完成股份制改造

第一次融资。2005年12月，云海有限为迅速扩大企业产能规模，以适应市场需求的快速增长，缓解资金瓶颈问题对企业发展的制约，云海有限股东会会议决议引进战略投资者，注册资本由3,147.97万元增加至4,425.5555万元，中比基金、中新创投、海基投资等3家法人股东以现金向云海有限增资1亿元，其中：1,277.5855万元计入注册资本（以预计的2006年6,200万元净利润乘以



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4.7倍的市盈率加上预计的2005年末公司可供分配的利润5,500万元确定公司估值总额为34,640万元，再按比例计算战略投资者持有的注册资本），8,722.4145万元计入资本公积。

2006年8月，云海有限变更为股份有限公司。2006年7月6日，云海有限召开股东会议，决议将云海有限依法整体变更为股份有限公司。2006年7月8日，云海有限原股东作为股份公司发起人签署了《发起人协议》：以截至2005年12月31日经审计的、经2005年度利润分配后的净资产18,053.10万元按1:0.69794的比例折为股份公司的股本，股本总额为12,600万元，股份总数为12,600万股；发起人各方按各自持有的云海有限的股权比例持有股份公司的股份。

表55-3　第一次融资后前十大股东出资情况

序号	股东	股本(万元)	持股比例(%)
1	梅小明	5,833.93	46.30
2	中比基金	1,636.87	12.99
3	中新创投	1,636.87	12.99
4	夏忠信	439.11	3.48
5	孙讯	419.96	3.33
6	梅光辉	389.72	3.09
7	海基投资	363.76	2.89
8	诸天柏	194.54	1.54
9	刘小稻	134.44	1.07
10	吴德兵	134.44	1.07

第二次融资。2007年2月，股份有限公司增资。为迅速扩大企业产能规模以适应市场需求的快速增长，缓解资金瓶颈问题对企业发展的制约，2006年9月16日，股份公司2006年第一次临时股东大会决议再次引进战略投资者，增加股本1,800万股，每股面值1元，每股价格2.86元（以2005年末的公司估值总额34,640万元加上2006年1~3月的未经审计的净利润1,395万元确定公司的估值总额为36,035万元，再除以总股本12,600万元计算所得），分别由Angiola Holding Ltd.、Geneco Holding Ltd.、欧创投资、中新创投认购864万股、576万股、198万股、162万股。本次增资后，发行人总股本为14,400万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 55－4 第二次融资后前十大股东出资情况

序号	股东	股本(万元)	持股比例(%)
1	梅小明	5,833.93	40.51
2	中新创投	1,798.87	12.49
3	中比基金	1,636.87	11.37
4	Angiola	864.00	6.00
5	Geneco	576.00	4.00
6	夏忠信	439.11	3.05
7	孙讯	419.96	3.43
8	梅光辉	389.72	2.71
9	海基投资	363.76	2.53
10	欧创投资	198.00	1.38

本次引进战略投资者后，公司的董事、高级管理人员以及公司经营的业务均未发生变化。公司变更为外商投资股份有限公司。

3. 第三阶段，成功上市，部分私募成功退出

2007 年 11 月 13 日，经中国证券监督管理委员会证监发行字(2007)366 号文核准，公司采用网下向询价对象配售与网上资金申购定价发行相结合的方式，向社会公开发行人民币普通股(A 股)4,800 万股，每股面值 1.00 元，每股发行价格为 10.79 元，公司公开发行股票后注册资本变更为 19,200 万元，融资 5.18亿元。

本次发行前，本公司的第一大股东梅小明先生持有股份占公司发行前总股本的 40.51%，处于相对控股地位，此外，其胞弟梅光辉先生持有公司 2.71% 的股份，其配偶的姐夫张首先先生持有本公司 0.93% 的股份，其妹夫蒋辉先生持有本公司 0.93% 的股份，因此，梅小明先生及其亲属合计持有本公司 45.08% 的股份。本次公开发行后，梅小明先生及其亲属所持有股份的比例将下降至 33.82%，仍将对本公司的发展战略、生产经营、利润分配等决策产生重大影响。

法人股东所持股份的流通限制及承诺：①Angiola、Geneco、中新创投(所持 162 万股部分)、欧创投资，在 2006 年 11 月 10 日签署的《南京云海特种金属股份有限公司定向增资认购协议》中承诺：云海金属“保证自本次定向发行结束之



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日起3年内,以及有关法律、行政法规或规范性文件规定的期限内,不转让其于本协议项下所认购的公司本次定向发行股份”。②中新创投(其所持1,636.87万股部分)、中比基金、海基投资按照《公司法》规定:自发行人股票上市之日起一年内,不得转让其持有的发行人股份。也就是说,2005年12月进入的战略投资者所持股份,在2008年11月13日可上市交易,梅小明和其他持股员工、2007年2月进入的战略投资者在2010年11月13日可上市交易。

2009年3月20日,云海金属2008年年报的披露,使得3个月前中新苏州工业园区创业投资有限公司(下简称“中新创投”)的一笔隐而不宣的股权投资退出交易浮出水面。通过这次减持,中新创投实现了3年2.21倍的投资净回报。如果中新创投将减持时间选择在3个月后,其投资净回报将会超过4倍。而与中新创投同时投资云海金属的中比基金、海基投资,则至今未对云海金属进行减持。

二、各方观点

(一)《中国有色金属报》(2006年3月):要做就要进入世界前列

“大街上每10辆轿车,就有5辆用了我们云海金属锶产品;每两台金属外壳笔记本电脑,就有一台用了我们云海镁合金产品……”能夸如此“海口”的“云海”,是名列“南京十佳创新型企业”、位于溧水偏僻小镇洪蓝的南京云海特种金属有限公司。持续自主创新,锻造了云海的核心竞争力,也让云海总经理梅小明豪气干云:“要做就要进入世界前列。”

从年产半吨金属锶到“独步天下”。2005年,云海金属锶销量达1500多吨,产销量已是连续10年全球第一。从年产半吨金属锶到“独步天下”,云海用了5年。

1990年,在南京冶金研究所工作的梅小明,带着实验室里的金属锶提炼技术,来到溧水晶桥镇下海创业。回忆当时情形,梅小明说,金属锶是一种稀有金属,用量很少,相当于炒菜用的味精,但可以大大增加铝合金强度,优化其机械性能。1987年,曾作为技术成果先后转让给溧水数家乡镇企业,却没有成功。眼看着“十月怀胎”的“宝贝”不能降生,梅小明决定自己下海创业。从技术成果到产业化,中间有长长的一段路。当时,国际上刚开始开发金属锶产品,“作为技术人员,我看到了金属锶的广阔市场前景”,梅小明说。从小试、中试到工业化生产,通过不断技术开发,加上国家星火计划项目支持,从最初年产半吨金属锶起步,到1995年,云海已经独步天下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于价格仅为国外同类产品六分之一，不仅打破了国内市场被国外产品一统天下的局面，而且90%的产品出口，产销量达到全球第一，并把这个纪录保持至今。“我们的利润比笔记本电脑高”。

“生产一代、试制一代、构思一代。”在市场上摸爬滚打的梅小明深知新品开发对企业的重要性。

1996年，在金属锶产销规模蒸蒸日上之际，梅小明便着手组织新品研发，先后开发了镁合金及镁合金压铸件等产品，其中不少项目被列为国家级科技攻关项目。从锶到镁，梅小明的思路一脉相承：利用资源优势和技术创新抢占市场。镁长期以来只少量应用于航空航天等军事工业，被称为“贵族金属”。近年来，国际上镁合金开发方兴未艾，站在技术和市场前沿，梅小明敏感地意识到镁合金开发的价值，倾尽企业全部可能的资金和人力投入，开发压铸用镁合金，成为当时仅有的2家专业生产镁合金产品的企业。

创新需要智慧，更需要勇气。1991年，高纯金属锶冶炼技术转化，产销量全球第一；1996年，开发压铸用镁合金，销量稳居中国第一，跻身全球镁合金生产企业前三；1998年，对镁合金再生资源回收加工进行研发，形成国家级镁合金资源回收加工基地，中国独家，全球前三；2001年，开发镁合金延伸产品镁合金粒，销量近6000吨，全球第一；2000年，与东南大学合作开发镁合金新材料，去年作为江苏省成果转化专项获得1,350万元资助，2008年将形成35000吨产能，成为镁合金新产品领域又一产业化基地……循着云海发展轨迹，可以清晰地看到一条新产品形成高利润，高利润保障新产品开发的良性循环之路。

高利润来自高科技，高科技自有高风险。回想创新之路，梅小明说，创新不仅需要智慧，更需要勇气，10个新产品开发项目，能有2个投入产业化就很不错了，这意味着创新只有20%成功率，大多数人没有这个心理承受能力，这便是云海成功创新的秘诀。

（二）江苏首届科技创业周系列报道：南京：橄榄枝抛向产学研合作创业者

17年前，梅小明放弃研究所的安逸工作，怀揣金属锶冶炼技术，依靠3名工人做帮手，在远离都市喧嚣的晶桥镇上找了一间破民房，开始了创业之路。17年后，当年的小作坊已经嬗变为年收入16.5亿的上市企业——南京云海特种金属股份有限公司，其金属锶和镁合金的产销量居全球之首。

云海的成功究竟是运气使然还是创业有方？答案简单却又深刻：产学研合



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作+创业投资的青睐！

靠着自己研究的金属锶冶炼技术，1995 年，梅小明摘到了全球产销量的桂冠。但是他却保持着冷静。锶用途广泛，但只是“金属味精”，纵然稳坐世界第一的宝座，云海的经济总量仍然很小。

就在这时，镁闯入了梅小明的视线中。镁身姿轻盈而又坚固耐用，曾贵为航空航天飞行器的宠儿，随着技术的进步，越来越多地出现在民用工业的领域。

这一次梅小明没有单枪匹马，他与东南大学材料学院镁合金研究室结上了姻缘。10 多年来，双方的产学研合作步步深入，从初期的项目带动，成果转化，到现在的合作研发，双方共同承担了国家“十一五”科技支撑计划，共建江苏省镁合金工程技术研究中心、江苏先进金属材料重点实验室。在产学研合作的带动下，企业的发展实现飞跃，2004 年、2007 年分别实现了镁合金国内、国际产销量第一。

企业的发展，引起风险投资者的关注。从 2005 年开始，陆续有创投公司找上门来，中新创投、中比基金、海基基金、江苏省高投等，都向云海伸出了橄榄枝。2005 年，创投资金进入云海公司后，企业每年的销售收入以 40% 的速度递增。2007 年，云海公司在深圳证券交易所顺利上市。

1998 年，与云海公司发展类似的南京道及天软件公司成为首批入驻江苏省高新技术创业中心的企业。从那时起，公司开始涉足内控安全软件领域，同时也进入了创业投资机构视线中。2000 年，南京金鹰国际集团与道及天重组成立了金鹰软件公司，并与南京大学计算机软件研究所建立长期的合作关系。短短几年，道及天的内控安全软件就在金融、企业、政府 2000 多家客户中得到应用。2007 年，公司销售收入名列国内同类企业前三甲，与南京大学联合研究的“对象化与主体化的软件协同技术、平台与应用”项目获得国家科技进步二等奖。公司还首次以知识产权质押方式，获得银行贷款 200 万，开创了我国金融贷款新纪录，解决了软件领域小企业贷款难的老问题。

类似的“丑小鸭”变“白天鹅”的例子，在江苏并不鲜见。据不完全统计，通过产学研合作，江苏省内外的科技人员参与创办了近 120 个企业，总投资额达 9.88 亿元。骨干科技人员持股 5,570 万元，技术股份占比为 5.6%。已实现年销售收入 16.9 亿元，利税 5 亿元。

江苏科技厅还通过成果转化专项资金，组织实施创业风险投资项目，大力吸引省内外科技领军人才在江苏创业，进行具有自主知识产权的科技成果产业化。目前，已立项支持了 24 个创业风险投资项目，安排省拨经费上亿元，引入风险资本 3.17 亿元。这一系列创业风险投资项目的实施，为江苏营造出了浓厚的创新创业氛围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）《理财周刊》（2008 年 2 月）：从中产到亿万富翁红色资本创富故事

“大街上每 10 辆车，就有 5 辆用了我们云海金属锶产品；每两台金属外壳笔记本电脑，就有一台用了我们云海镁合金产品。”这是两年前梅小明自己说的话。

2007 年，云海金属成为国内镁合金行业龙头，产能在世界范围内位居第二。南京云海的董事长、控股股东梅小明的股票价值被资本市场迅速放大。云海金属登陆深市中小板 ETF 后，截至 2008 年 1 月 29 日收盘价 28.61 元，梅小明所持股权价值达到了 16.69 亿元。与 20 年前他的个人贡献第一次被评估的估值——200 万元相比膨胀了 834 倍。

今年 43 岁的梅小明，本科毕业的十多年里，先后在南京冶金研究所、南京冶金研究所溧水锶业工厂工作，专门研究金属锶——这是一种稀有，尚未被开发，但功用巨大的金属。曾经将知识产权转让给一些企业，却无一存活，于是 1990 年，他带着实验室里的金属锶提炼技术，来到偏僻的溧水晶桥镇亲自下海了。从年产半吨金属锶到后来“独步天下”，云海金属用了 5 年，由此云海跨入飞腾期。

云海金属的成功发行，其高管团队、创业员工以中外战略投资者也都获得不菲收益。据大智慧行情软件显示，该公司的董事夏忠信，持有上市公司 439.11万股；该公司监事孙讯，持有 419.96 万股股权。此两人分别为上市公司的第六、第七大股东，截至 2008 年 1 月 29 日，夏忠信和孙讯两人的个人财富已经达到了 1.26 亿元与 1.20 亿元，此外，第八大股东梅光辉的个人财富也达到了 1.11 亿元。

此外，私募股权投资成为这场盛宴的另一个分食者。目前，中比基金、中新创投、海基投资、Angiola Holding Ltd.、Geneco Holding Ltd.、欧创投资分别持有 9.37%、8.53%、1.89%、4.50%、3.00%、1.03% 的股权，合计价值 10.98 亿元，而理财周报记者计算战略投资者的投入发现，两次增资中，六家战略投资者的投入合计 1.51 亿元。

（四）《上海证券报》（2009 年 3 月 24 日）：中新创投减持逾 800 万股　云海金属 3 年赚 2.21 倍

云海金属 2008 年年报显示，作为公司的战略投资者，中新创投已将其持股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比例由 9.37% 降为 5.07%。中新创投是云海金属的发起人股东,在云海金属上市后,中新创投共持有 1,798.87 万股,其中的 1,638.866 万股在 2008 年 11 月 13 日解除禁售期,获得上市流通权。

2008 年 12 月 25 日,深圳证券交易所曾经披露过一则交易信息:云海金属于 12 月 24 日现身深交所大宗交易平台,公司股票当日通过大宗交易系统成交 825.76 万股,占云海金属总股本的 4.3%,成交价 8.85 元/股。

根据云海金属 2008 年年报以及深圳证券交易所大宗交易信息可以推断,中新创投通过此次减持共获得 7,307.98 万元,不仅完全收回了 4,500 万元(对应股份 1,638.866 万股)的首轮投资款,而且已经实现了 2,807.98 万元的投资收益。3 年前投资成本仅 2.75 元/股。

云海金属于 2007 年 11 月 13 日在深交所中小企业板上市。其招股说明书显示,2005 年 12 月 15 日,云海金属的前身云海有限公司引入 3 家战略投资者,使得其注册资本由 3,147.97 万元增加至 4,425.56 万元。这三家战略投资者具体为:中国 – 比利时直接股权投资基金(下称“中比基金”)、中新创投和海基投资,它们分别以现金向云海有限增资 1 亿元,其中,1,277.59 万元计入注册资本,8,722.41 万元计入资本公积金。

本次增资后,中比基金和中新创投在云海有限公司的出资总额中各占比 12.99%,海基投资占比 2.89%。

招股说明书还显示,2006 年 7 月 8 日,云海有限原股东作为股份公司发起人,签署了《发起人协议》,以截至 2005 年 12 月 31 日经审计的、经 2005 年度利润分配后的净资产 18,053.10 万元,按 1:0.69794 的比例折为股份公司的股本,股本总额为 12,600 万元,股份总数为 12,600 万股;发起人各方按各自持有的云海有限的股权比例持有股份公司的股份。此次股份制改造完成后,中比基金、中新创投分别持有云海金属 1,636.87 万股,海基投资持有 363.76 万股。

由此可以推算出,在首轮投资中,中新创投共计投入现金 4,500 万元,持有 1,636.87 万股,持股成本为 2.75 元/股。

此后,在 2006 年 9 月 16 日,云海金属再次引进战略投资者,以 2.86 元/股向包括中新创投在内的 4 家股东增发了 1,800 万股(上市后锁定 3 年),中新创投认购了其中的 162 万股。

值得注意的是,云海金属首轮引入的 3 家战略投资者中,只有中新创投选择了减持。

昨日,上海证券报记者采访了中比基金的管理人——海富产业投资基金管理有限公司副总裁兼财务总监顾弘。顾弘表示,中比基金的退出策略以上市及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过其他方式转让股权为主。对于已上市的被投资企业，中比基金依然愿意伴随其获得更大的发展。中比基金是典型的价值投资者，而非纯粹的财务投资者。

顾弘透露，中比基金不会做简单的投机，虽然主要以上市为退出渠道，但不会逼着被投资企业急匆匆去上市。“刻意要求被投资企业制作上市时间表，并以上市为最终目的，往往会给被投资企业带来负面影响，甚至陷入经营困境。中比基金希望被投资企业做大做强，我们参与决策追求的是对企业有利，而非对上市有利。事实上，我们所投资的很多企业在还没上市的时候，已经通过分红，给了我们很大的回报。”

而苏州创业投资集团总裁林向红，以及常务副总裁兼中新创投总经理姚骅，在本报记者电话联系采访时均未给予回应。

截至昨日收盘，云海金属的股价为 13.96 元/股。这意味着，如果中新创投将减持的时间点由 2008 年 12 月 24 日推迟到昨日，则其 3 年的投资净回报将由 2.21 倍飙升至逾 4 倍。

本书点评

云海金属确实是创业投资里难得的成功案例，这是“产学研合作 + 创业投资”的典型。云海的特点是“金属味精”，这得益于整个社会的消费升级，这是历史性的机遇，它准确地抓住了这个市场需求。试想当大家连饭都吃不饱的年代，谁还去买味精，或者味精的销量和价格可以想象吗？这是云海金属的成功关键，如果没有这些，所有的资本都会离这个梅小明远去。资本家不是慈善家。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五十六章　中国玻璃

一、案例情况

（一）公司状况

中国玻璃控股有限公司是中国效率最高的平板玻璃制造商。

2004 年，联想控股旗下弘毅投资重组江苏玻璃集团为中国玻璃控股有限公司，2005 年 6 月 23 日于香港联交所主板上市简称中国玻璃，股票代码 3300。

中国玻璃致力于成为中国最具有竞争力和影响力的平板玻璃制造商，通过自然增长和并购增长方式，实现股东、客户、员工、社会的价值最大化。

中国玻璃拥有 14 条玻璃生产线，日熔化量达到 4,780 吨，公司在建的江苏太仓太阳能玻璃生产线和陕西咸阳镀膜玻璃生产线将于年内投产，使生产线增加到 16 条，日熔化量达到 5,610 吨。

中国玻璃具合理生产布局。生产线分布在北京、江苏、山东、陕西及内蒙古，形成 6 大生产基地，这些生产基地或靠近主要消费中心，享有独特的市场竞争优势，或邻近能源、資源产地，享有具竞争力的成本优势。

中国玻璃具丰富的产品组合。建筑玻璃包括无色玻璃、颜色玻璃和各种镀膜玻璃，特种玻璃包括低辐射节能玻璃、太阳能玻璃。

中国玻璃约近 1/3 的产品出口全球 80 多个国家和地区，是中国最具影响力的平板玻璃出口商。

中国玻璃拥有强大的技术研发能力和技术储备。公司的研发中心拥有全国一流的研发团队和技术研发能力，目前拥有 9 项玻璃产品专利技术。

中国玻璃强大股东背景为公司持续发展打下坚实的基础，联想控股、皮尔金顿、国际金融公司为公司重要的股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 56－1 2004～2007 年历年财务收益

单位:人民币(千元)

项目	2007 年 12 月	2006 年 12 月	2005 年 12 月	2004 年 12 月
营业额:	2,212,324	573,136	386,494	429,738
除税前赢利/(亏损):	132,898	10,348	16,930	86,014
税项:	6,033	4,257	－828	－9,305
除税后赢利/(亏损):	138,931	14,605	16,102	76,709
少数股东权益:	－56,158	－8,982	－1	11,893
股东应占赢利/(亏损):	82,773	5,623	16,103	64,816
股息:	－23,917	—	－4,824	—
除税及股息后赢利/(亏损):	58,856	5,623	11,279	64,816
基本:	20.8	1.6	5.1	24
摊薄:	20.8	0.7	5.1	—

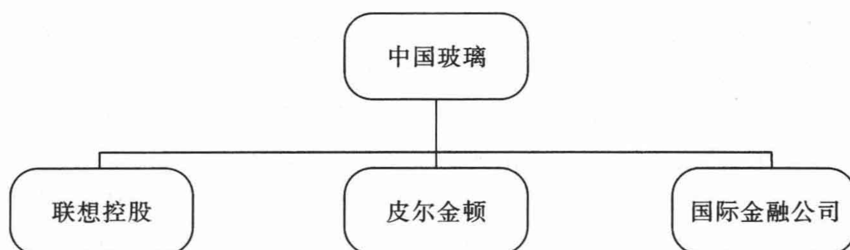


图 56－1 公司现在的股权结构

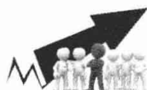
(二)历史沿革

2003 年 4 月。当时江苏省国企产权转让推介会,苏玻集团国有股权挂牌交易。不久,苏玻集团董事长、总经理周诚接到了江苏省原经贸委官员的电话:联想来人了,对苏玻有兴趣。周诚驱车赶奔南京,接回一个叫徐敏生的人,徐时任联想控股投资事业部(弘毅投资前身)投资经理。

据了解,苏华达 2001 年成立,目的也是上市融资。当时苏玻集团以核心资产出资,控股 51%,华融持 37.96%、信达持 4.04%,浙江大学占 2%,周诚等高管占 4.88%。2002 年 1 月,苏华达进入上市辅导期。苏华达业绩优良,2003 年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实现净利润3,800多万元,每股赢利超过0.6元。

为拿下这块优质资产,弘毅投资设计了精巧路径:先收购苏华达的最终控制人,以达掌控苏华达的目的。苏华达的最终控制人是宿迁国资,该公司持有苏玻集团63.5%股权,苏玻集团又持有苏华达51.12%股权、持有宿迁华兴新型材料有限公司(下称华兴,经营苏华达第二条玻璃生产线,由苏华达控股80%)20%权益。

按照这个结构,如果控制了宿迁国资,苏华达便可轻松到手。

因为弘毅投资此番收购的终极目标是要实现苏华达资产在香港上市,变身红筹,自然需要有外资色彩。于是,2003年12月31日,注册于英属维尔京群岛的Easylead Management Limited(下称EML)和注册于香港的南明有限公司(下称南明)出场,和宿迁市长张新实签订协议,宿迁市政府以650万元人民币将宿迁国资60%、40%的股权分别委托给EML和南明。

据了解,EML和南明均是联想背景的企业,前者由曹之江、张祖祥、刘金铎各拥有总股权的1/3,曹现为联想控股的副总裁,刘退休前是联想控股副总裁,张则是南明的董事。后者由联想控股全资所有。而EML和南明是弘毅投资的股东,分别持有弘毅投资60%、40%的股权。

EML和南明托管宿迁国资100%权益后,随即拿到了当地政府的上方宝剑:后续收购的主动权。按照托管协议的约定:EML和南明可参与及控制苏玻集团其后重组所涉及的收购事项。因此,他们随后名正言顺地展开一系列收购,清退华融、信达,将宿迁国资的所有资产都收归旗下。

第一步是先将华融、信达从苏玻集团中清理出去(两者分别持有33.13%、3.52%的苏玻集团股权)。2004年10月、12月,宿迁国资分别和华融、信达签订协议,前者以2,600万元收购后两者持有的苏玻集团股权;几乎同时,宿迁国资分别和华融、信达、浙江大学签订协议,以6,212万元全数收购后三者持有的苏华达股权,将他们清理出苏华达。

2004年9月8日,英属维尔京群岛又诞生了一家新公司——Success Castle(堡成公司,法人代表是赵令欢),该公司的3家股东也分别是新注册在该群岛的First Fortune(83.41%)、Swift Glory(11.71%)、A mple Best(4.88%)。前者由联想控制,后两者则是周诚等公司高管持股100%。

两个月后,堡成公司分别和宿迁国资、苏玻集团签订协议,分别以6,284万元和6,572万元价格收购两者持有的苏华达48.88%、51.12%的股权,这样,堡成公司就拥有苏华达100%股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而在此前的10月份，中国玻璃在百慕大注册成立，静等苏华达的到来。2005年5月22日，中国玻璃收购了First Fortune、Swift Glory、A mple Best各自拥有的堡成公司股权，后3者分别换得了中国玻璃股本的83.41%、11.71%、4.88%。至此，弘毅投资整盘收购、换股等操作完成，中国玻璃拥有堡成公司全部股份，同时通过堡成公司拥有苏华达全部股权。而公司原管理层也通过一番倒腾，在中国玻璃持有16.59%股权，双方皆大欢喜。

虽然弘毅投资按国际收购基金模式运作，而在中国玻璃案例上，又有别于国际收购基金。国际收购基金意在获得目标企业控制权，目的是要拿到施行改造企业使其增值措施的绝对权利。表现是：选择企业管理者、获得为企业纠错的机会。

但弘毅投资获得了控制权，却留下了原管理层。这样做虽然和国际收购基金通常规则不同，但收购成功，原管理层在其中起到了举足轻重的作用。其中，周诚的角色不容忽视。

据了解，周原担任宿迁市政府副秘书长，后兼任宿迁国资董事长兼总经理、苏玻集团的董事长。直到2004年3月18日，当地政府才下发通知，免掉其副秘书长、宿迁国资董事长兼总经理的职务。此前，周还担任宿迁市经委副主任。1997年，周诚出任苏玻集团董事长，2000年，苏玻集团争取到国务院批准的第二批债转股企业资格。

苏玻集团工商资料显示，2004年10月30日，周诚主持召开的苏玻集团2004年第1次临时股东大会上通过决议，华融、信达将手上苏玻集团33.13%、3.52%的股权转让给宿迁国资，其他股东放弃优先权。

自EML、南明收购宿迁国资后，虽然该公司变更为外商独资企业，更名苏玻发展有限公司，收购方并未派驻高管，公司的实际管理权还握在周诚手上。周诚等高管持有中国玻璃超过16%的股权，而且按照后续计划，公司高管有权继续增持股权。双方又是皆大欢喜。

本书点评1

太周密了，可说是天衣无缝的资本运作，对于一个苏北的经济欠发达的地区来说，堪称神来之笔、经典之作。应该深入思考，为什么一个名不见经传的欠发达地区企业会引起资本的兴趣。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评2

中国改革开放的进程，就是中国社会工业化的进程，工业化进程也伴随着开始了史无前例的城市化进程，这意味着房地产业的超速发展，而作为建筑材料的玻璃行业也将分一杯城市化的羹，也会有超速发展，所以香港的资本市场也会欢迎中国玻璃。资本加速了进程。

二、各方观点

（一）《新京报》(2005 年 6 月 24 日)：中国玻璃成功上市

2005 年 6 月 23 日上午，中国玻璃正式在香港联合交易所主板上市，融资额接近 2 亿港元。持股比例接近 25% 的弘毅投资公司是中国玻璃的大股东，而弘毅投资则是联想教父柳传志所创建的联想控股的一级子公司。

中国玻璃正式在香港联合交易所主板上市，交易代码定为 3300，总股本为 9,000 万股，每股配售价为 2.18 港元，按此计算，中国玻璃本次上市的融资额接近 2 亿港元。更令人感兴趣的是中国玻璃的大股东，持股比例接近 25% 的弘毅投资公司。作为联想控股的一级子公司，弘毅投资的一举一动，都隐现着联想教父柳传志的影子，因此也备受公众关注。

按照联想控股对旗下子公司的定位，弘毅投资主要是专门从事针对成熟行业里成型企业的并购投资。“上一次对济南汽配的收购投资，也是由他们完成的。”柳传志对记者说。

随后进行的媒体沟通会上，被柳传志称为“非常漂亮的年轻人”的弘毅投资公司总裁赵令欢对记者表示：“目前，以基金管理公司方式存在的弘毅所管理的基金已经超过 10 亿元人民币，其中不仅有来自联想控股的资金，也有来自高盛、新鸿基等国际知名机构的资金。中国玻璃上市只是弘毅投资在风险投资领域里一套组合拳的第一拳，随之而来的还有更多令人兴奋的消息。弘毅的进入为中国玻璃带来了更多的价值，从 2003 年收购它之后，从改制到扩大规模到今天上市，弘毅帮助这家企业做了很多事情，并最终帮助它与国际资本市场接轨。而从今天开始，我们会帮助它做两个方面的增长，第一是自然的增长，第二是通过资本运作，扩大自己的规模。”

联想控股旗下拥有两家上市公司，即联想集团和神州数码，主要在 IT 领域内处于领先地位。此外，联想控股还拥有联想投资、弘毅投资两家专注于投资行业的子公司。此外，联想控股旗下还包括一家名为融科智地的房地产公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据柳传志介绍，目前该公司在北京、上海、广州等地都拥有物业。

按照柳传志的规划，联想控股未来将在投资领域内成为“大鳄”级的领导者，尤其是在中国市场，联想控股的金字招牌，未来将比联想集团或者神州数码更具有代表性和说服力。

“我们正在面临着历史性的机遇。”柳传志说，通过联想投资和弘毅投资，联想控股将致力于通过投资的方式为更多的企业提供帮助。国企改制是一个历史性的机遇，也是一项系统性的工程，在未来的一段时间内，这将是联想最为关注的领域。可以为柳传志这种态度作证的是中国玻璃昨天的成功上市。自2003 年弘毅投资收购中国玻璃之后，通过资金注入和管理介入，中国玻璃迅速完成从生产、销售到管理模式等不同层面的转型，并最终在香港主板上市。类似的还有联想控股对济南汽配厂的收购型投资，以及正在柳传志规划中的一系列的组合拳。

（二）《证券市场周刊》（2005 年 10 月 4 日）：国有资产是否存在流失现象

虽然弘毅投资妙手神速制造了一家港股公司，结束了宿迁市没有上市公司的历史，但和众多国企改革一样，中国玻璃也在接受同样的考问：是否存在国有资产流失？

650 万元收购宿迁国资，在他们看来，宿迁国资吃了大亏。中国玻璃招股说明书显示，宿迁国资截至 2003 年 10 月 31 日，资产净值被评估为 6,382 万元人民币，减去权益损失 2,564 万元，及 4,110 万元职工身份置换金，收购成本仅剩 650 万元。而职工们认为宿迁国资并非那么廉价，尤其是 4,110 万元职工身份置换金从净资产中扣除，而他们到目前为止并未听到如何发放该笔资金的任何说法。他们议论：如果公司不按职工身份补偿金发放的有关规定处置这笔钱，为什么要从净资产中扣除？这样做岂不是客观上降低了联想的收购成本，是在贱卖国资？

周诚说：中国玻璃的收购案中，联想是占了便宜。但不卖企业就无法短时间内上市，不卖就没有现在的第三条线。一直以来，我有一个梦想，是做中国最有竞争力的玻璃企业。目前中国玻璃行业很分散，没有一家企业的市场份额超过 10%。这个梦想怎么实现？自己不行，就引入了联想。当初，成立苏华达就是为上市考虑，但因为政策的原因，等待的时间要很长，而我们上新生产线又很急，只好借助外力了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



周诚否认扣除4,110万元身份补偿金是有意降低弘毅投资的收购成本，他说，如果职工不离开公司，就不存在安置问题，无须发放补偿金；如果职工离开公司，就一定发给。如果想降低弘毅投资的收购成本，补偿金就不是4,110万元这个数字，而是更大。宿迁国资及其控股公司，如果全员补偿，大约需要1.5亿元。现在苏玻集团没有具体业务，但当初苏华达组建时，1,200人到了该公司，1000多人留在集团，这部分人算是包袱，光发工资负担就很重，我们和联想也想抛包袱，给他们点儿补偿金，解除劳动关系，省事。但这样可能会出现震荡。我和联想希望在无震荡前提下重组国企，如果出现鸡飞狗跳，就坏了。

赵令欢也在随后告诉《证券市场周刊》：4,110万元身份补偿金是专项资金，他们不会挪为他用，而且我每月都看报表，这个钱一直在账上搁着呢。

周诚说，看国有资产是增值还是流失，要看长远。宿迁市政府很聪明，靓女先嫁，国企改革很多都是这样的，如果苏华达不是好企业，联想也不会收购。卖了，成就了一个上市公司，有了第三条线的建设，长远看，对公司发展有好处，也可提高当地就业和整体经济水平。

赵令欢说，看中国玻璃这个收购是否公平，不能只看宿迁国资的交易价格，要看全部收购方案，我们并不是只为收购国资公司这一件事，这样的话，我们不会买，我们是想以苏玻集团为整合平台，打造一家最有竞争力的中国玻璃集团，而这个目标的实现，只有在联想这样的成熟企业的运作下，才能完成。

赵认为，弘毅投资之所以被待收购企业需要，是宿迁国资事实上并不像表面那么优秀。中国玻璃已经公布财报，从中可以清楚看到行业的盲目投资竞争，使2004年虽有赢利的苏华达其实已经到了生死边缘了，如果不马上投资第三条线，死亡已到眼前。

（三）《上海证券报》（2007年4月18日）：弘毅投资成功抽身中国玻璃

作为中国十大浮法平板玻璃生产商之一，中国玻璃2005年在港上市，第一大股东First Fortune的实际控股人为联想集团旗下的弘毅投资，而第二大股东Pilkington为全球最大的平板玻璃和安全玻璃生产企业之一。

中国玻璃（3300.HK）日前宣布，该集团第二大股东Pilkington已行使收购权，向第一大股东First Fortune收购了8,455.8万股股份。交易完成之后，Pilkington的持股比例将由9.9%增至29.9%，而First Fortune的持股比例则由56.02%降至34.99%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为中国十大浮法平板玻璃生产商之一，中国玻璃2005年在港上市，第一大股东First Fortune的实际控股人为联想集团旗下的弘毅投资，而第二大股东Pilkington为全球最大的平板玻璃和安全玻璃生产企业之一。在当时中国玻璃的招股说明书中，已描绘出弘毅投资的退出路径，即在中国玻璃上市日起满6个月至1年内，Pilkington可收购中国玻璃第一大股东的持有股份，使持股量增加到29.9%；第二步是，自2011年7月1日起，可收购第一大股东所持有的中国玻璃所有股权。

弘毅投资在完成中国玻璃收购之后迅速推动其上市，这被业内誉为资本市场上的挪移大法。此次First Fortune的售股行为，证实其已开始套现退出。

（四）投资与合作（2007年7月9日）：投资获得成功

“先收购，再重组，后上市，胜利退出”，中国玻璃一役，弘毅投资演绎得相当成功，让初出茅庐的弘毅投资几乎一举成名。

苏玻集团原是一家国有企业，2000年，分别债转股所欠华融及信达的两笔债务，并向华融及信达分别配发了苏玻集团股权33.13%及3.52%，而宿迁市国有资产经营有限公司（“宿迁国资”）则保留了余下股权63.35%。

2001年12月23日，苏玻集团联合华融、信达、浙大及七名自然人（包括周诚、李平等苏玻集团管理层）以发起形式注册成立江苏苏华达信材料股份有限公司（以下简称苏华达）。苏玻集团将玻璃制造等核心业务从苏玻集团剥离而注入苏华达以作为其注册资本出资额，而成为拥有苏华达51.12%的控股股东。除华融和信达因债转股而获配发37.96%及4.04%之苏华达股权外，浙大及七名自然人则以现金入股而获取相应的股权。

2003年10月，为了便于引起外部资金，宿迁国资剥离了非苏玻集团的资产，使宿迁国资成为一家纯粹针对苏玻集团的控股公司。

根据国企改制政策，债转股企业必须主辅业分离，通过审计、评估甩掉历史包袱。但如果这样操作，按照资产和债权结构，苏玻集团将被华融、信达控股。公司管理层不愿看到这个结果。为使苏玻集团拥有控股地位，他们分步实行债转股，将两家资产管理公司的债权一分为二，一部分投入到苏玻集团、一部分投入到苏华达。一次债转股份两部分进行的巧妙操作，不仅使当地政府依旧保持对企业的控股地位，同时也让管理层获得梦寐以求的股权，这也为今后引进外资，国内外上市操作中争取到了主动权。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五十七章 中国动向

一、案情背景

(一)中国动向简介

中国动向(集团)有限公司为中国领先的国际运动服装品牌企业,集团从事设计、开发、市场推广及批发 Kappa 及 Rukka 品牌运动服装。中国动向的前身是成立于 2002 年的李宁下属企业北京动向,负责代理 Kappa 品牌中国业务,由李宁公司原 CEO 陈义红负责打理。2005 年北京动向与李宁公司分家,2006 年出让 20% 股份给摩根士丹利,后更名为中国动向。2007 年 10 月 10 日,中国动向在香港上市(股票代码 3818)。

张扬的 Logo 和醒目的色彩,个性十足构成独特流行风尚;专业与时尚浑然一体,诠释着运动与时尚的交织和融合——这就是 Kappa;而让 Kappa 这样一个有悠久历史的国际品牌在中国大陆焕发新的青春的——正是中国动向(集团)有限公司。

在短短 5 年的时间内,中国动向不甘人后卧薪尝胆,成功缔造"运动时尚"顶级品牌 Kappa,一个销售额高踞国际体育品牌前三强的新体育用品王国业已成型。目前,中国动向旗下主要拥有中 Kappa、Rukka 两大国际品牌系列在中国大陆和澳门地区的品牌所有权。前者隶属意大利财团 Basic Net 集团下属公司 Basic Properties,后者属于欧洲高档运动服装生产商——L - Fashion 公司。相关财务资料显示,中国动向 Kappa2004 年以来以年均 150% 以上的速度增长,专卖店也由 2003 年的 200 多家成长到 1500 多家。2006 年,中国动向销售额突破 10 亿元。

表 57 - 1 中国动向过去四年简要财务情况一览表

单位:人民币(千元)

报告期	2005 年 12 月 31	2006 年 12 月 31	2007 年 12 月 31	2008 年 12 月 31
营业额	147,712	858,921	1,711,023	3,322,237
除税前赢利	39,936	372,076	771,263	1,616,065

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

报告期	2005 年 12 月 31	2006 年 12 月 31	2007 年 12 月 31	2008 年 12 月 31
除税后赢利	37,806	306,459	733,568	1,367,722
股东应占赢利	37,806	306,459	733,568	1,367,722
股息	30,000	—	441,881	733,154
除税及股息后赢利	7,806	306,459	291,687	634,568
基本每股赢利	—	—	0.16	0.24
摊薄每股赢利	—	—	0.16	0.24

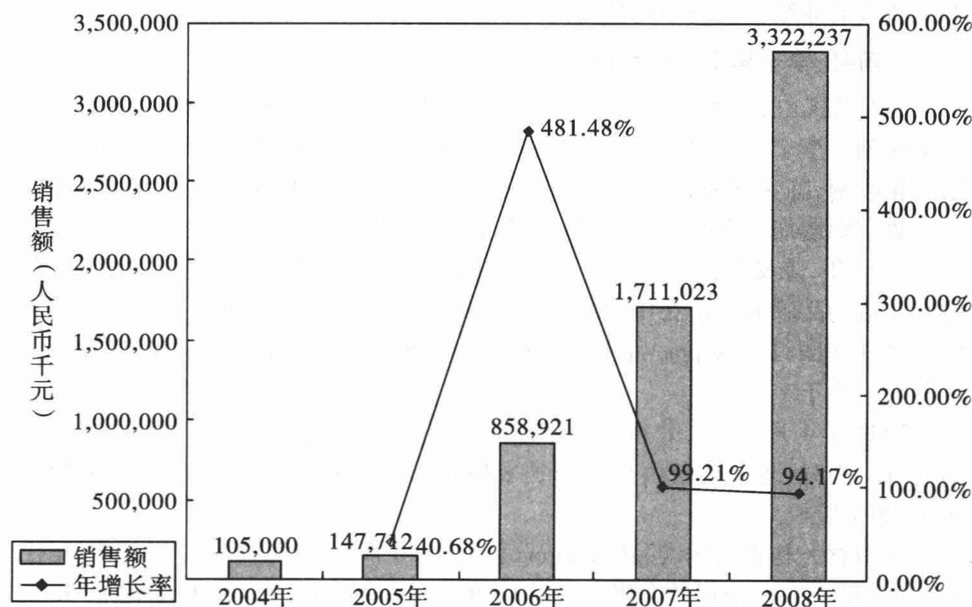


图 57－1　中国动向 2004～2008 年销售情况（年增长 150% 以上）

在众多跨国体育巨头短兵相接激烈竞争的“专业体育”用品市场，中国动向奇迹般开辟了一片属于自己的广阔蓝海，得益于其准确务实的发展策略：以在中国打造国际运动时尚顶级品牌 Kappa 为起步，推动公司整个产业链条紧紧围绕“运动时尚”的差异化路线，锻造核心竞争能力。研发设计和品牌文化塑造是国际品牌的强项，而生产组织高效率、营销渠道控制是中国动向的强项。中国动向的机会，就是以其在中国庞大的市场资源去整合一些意欲进入中国市场的著名国际品牌，整合它们的研发设计和品牌资源。这就是中国动向做“国际化



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的多品牌管理公司"成功的逻辑和基础。

目前,中国动向正进一步发力打造包括 Kappa、Rukka 品牌在内的"运动时尚圈品牌群",建立运动用品业的时尚王国。

(二)中国动向发展之路

2007 年 10 月 10 日,中国动向在香港联合交易所正式挂牌上市。以上市首日收盘价 5.43 港元计算,中国动向总市值达到 298.65 亿港元,个人持股 53.32% 的陈义红身价则达到 159 亿港元。

仅仅作为 Kappa 在中国的经营方,中国动向本身不做销售,何以却能取得如此骄人的业绩? 我们不妨从头说起。

1. 前身:李宁旗下北京动向

说起陈义红,可能更多人会对其担任过李宁公司总经理(1997 ~ 2001 年)印象深刻。李宁公司脱离健力宝改制为民营企业后,管理层持有股份。1997 年第一轮改制,陈义红夫妇持有上海李宁 2.45% 的股权;1998 年第二轮改制时,这一数字则增加为 3.53% ,是仅次于李宁公司的第二大股东。

2001 年,陈义红被免去李宁公司总经理职务,转为负责即将开张的国际著名专业运动品牌 Kappa 在中国的运作。2002 年 2 月 24 日,李宁公司与意大利 Basic Net 集团订立 Kappa 品牌在中国内地和澳门地区的独家使用和经营权,使用期限为 5 年。

2002 年 4 月 18 日,北京动向体育发展有限公司正式成立,这便是中国动向的前身。当时,北京动向由李宁公司和陈义红私人拥有的上海雷德分别持有 80% 、20% 股权。

作为意大利著名运动品牌,Kappa 创立于 20 世纪 70 年代。20 世纪 70 年代末,意大利 m. c. t. 公司整合旗下商品并创立"Kappa Sport"品牌,后简称为"Kappa"。Kappa 将焦点投入运动服饰市场,并从 20 世纪 80 年代末开始为专业的运动员和队伍提供赞助。20 世纪 80 年代,Kappa 将触角伸至耐克公司掌控的美国市场,并赞助美国国家田径队。据统计,Kappa 共赞助了 27 个国家的 200 多支运动队及众多体育明星,涉及足球、滑雪、板球、沙滩排球、曲棍球等近 20 个体育项目。

Kappa 是意大利社会文化变革的产物,而它所引领的时尚与运动的服饰文化,又迅速在全球范围推广。其"运动、时尚、性感、品位"的品牌定位以及相得益彰的市场活动,也使 Kappa 品牌越来越受到时尚的年轻人的青睐。正如 Kappa 那句经典的广告语所言:He who loves me follows me。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年,Kappa 被 Basic Properties 财团收购,控股股东为意大利上市公司 Basic Net 集团,并获得意大利顶尖时装名牌贝纳通(Benetton)的财力支持,令 Kappa 在全球范围内的实力更加雄厚。

2. 接管:北京动向转归陈义红

市场对 Kappa 的追捧为北京动向带来销售额的持续高速增长,2002 年至 2004 年的复合增长率高达 276%。2004 年,北京动向扭亏为盈,当年销售额达 1.05亿元,实现净利润 570 万元。2005 年 7 月 25 日,李宁公司战略调整,将其全资附属公司上海悦奥名下的北京动向 80% 的股权予以转让给陈义红旗下上海泰坦,代价为人民币 861.4 万元;同时转让北京动向债权,代价为 3,620 万元。两项交易总计 4,481.4 万元,由上海泰坦在协议生效后 14 日内现金一次性支付。

上海泰坦成立于 2005 年 3 月 14 日,陈义红夫妇持有 93% 的股权,另外 7% 由当时北京动向总经理秦大中持有。经过此次交易,陈义红真正掌控了北京动向。

转让前与转让后股权结构分别如图 57-2、图 57-3 所示。

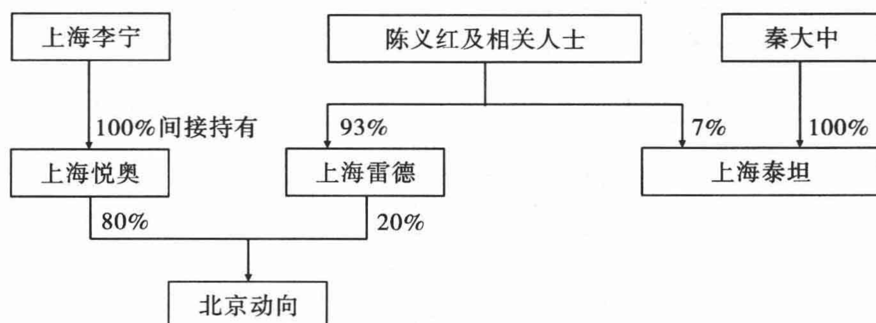


图 57-2 转让前北京动向股权结构

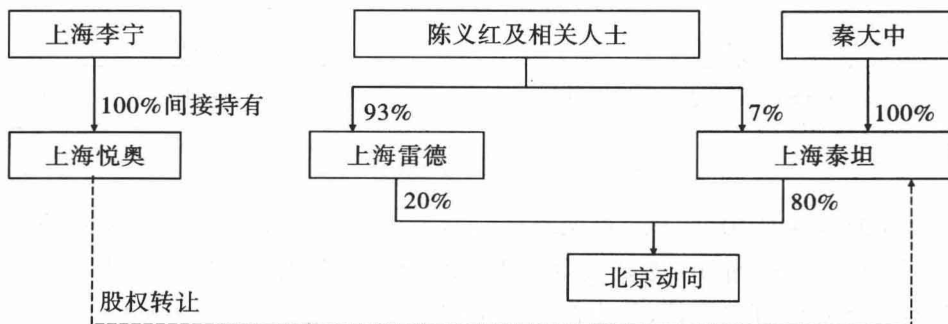


图 57-3 转让后北京动向股权结构



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 融资与重组:摩根士丹利入股中国动向

2006年年初,Basic Net集团陷入资金危机。陈义红借此机会,想一举买下Kappa品牌在中国内地及澳门地区的全部权益。谈判结果是陈义红要拿出3,500万美元。此时,陈义红想到了私募股权融资。

2006年3月,陈义红其全资拥有的Diamond King International Limited(简称Diamond King)与Basic Net订立协议,以3,500万美元购买Kappa品牌在内地及澳门地区的全部永久权益。接着,获得了摩根士丹利3,800万美元投资意向,解决了资金来源问题。

摩根士丹利入股,"动向系"做了一系列的准备工作:2006年4月,Poseidon Sports Limited(简称Poseidon)在开曼群岛注册成立,香港动向体育发展有限公司(简称香港动向)和Gaea Sports Limited(简称Gaea Sports)在香港注册成立。Achilles Sports Pte. Ltd.(简称Achilles)在新加坡共和国注册成立,其股权结构如图57-4所示。

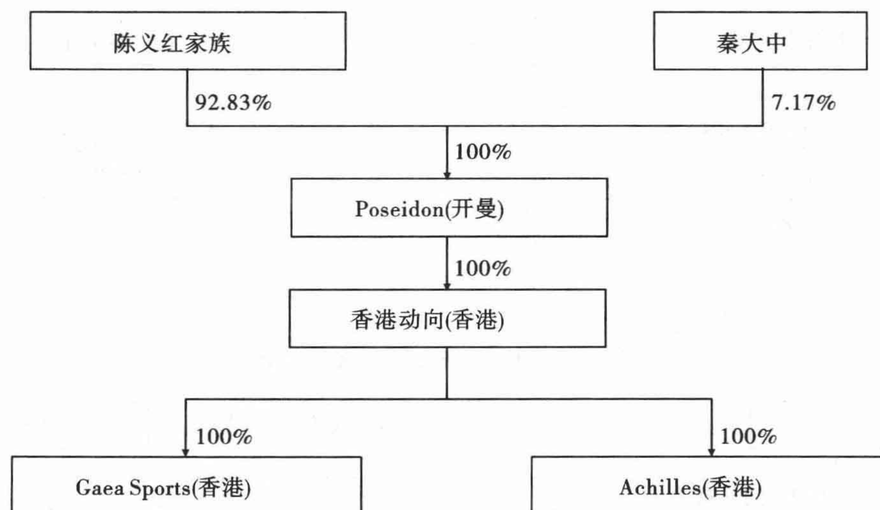


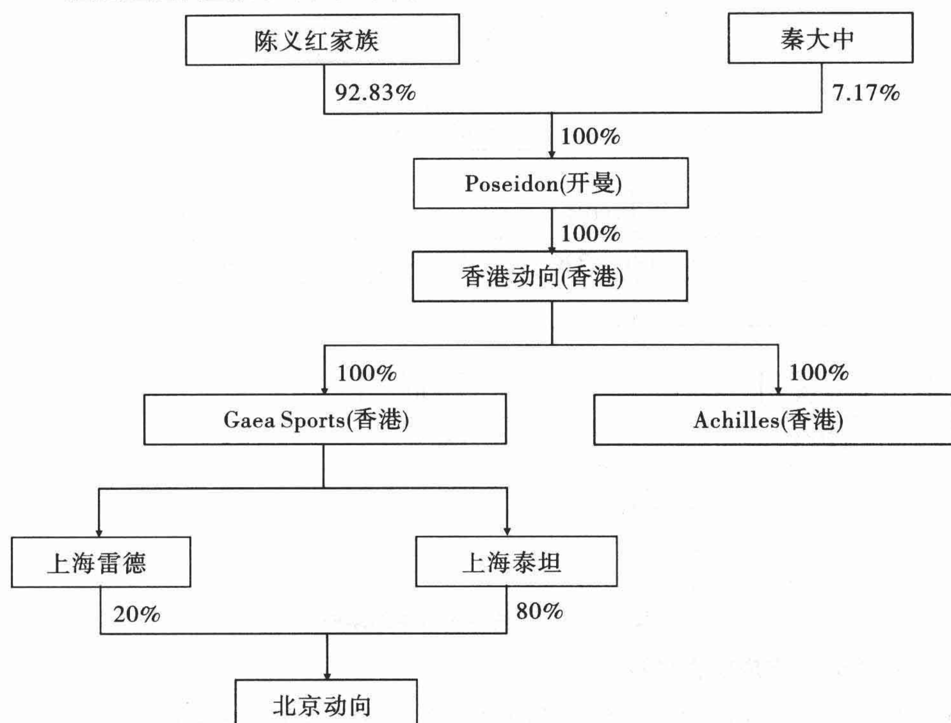
图57-4 陈义红成立海外机构

2006年4月10日,陈义红家族与Gaea Sports订立协议,将上海雷德的股权全部转让给Gaea Sports,总代价为人民币280万元。同时,陈义红家族和秦大中与Gaea Sports订立协议,将上海泰坦的股权全部转让给Gaea Sports,代价为3,410万。同年5月10日,Diamond King、Achilles、Basic Net订立转让及豁免协

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议，根据该协议，Diamond King 以 1 美元的价格向 Achilles 转让其之前与 Basic Net 签订的购买 Kappa 品牌协议相关所有权利及责任。

经过上述调整，公司股权结构如图 57 –5 所示。



资料来源：中国动向招股说明书。

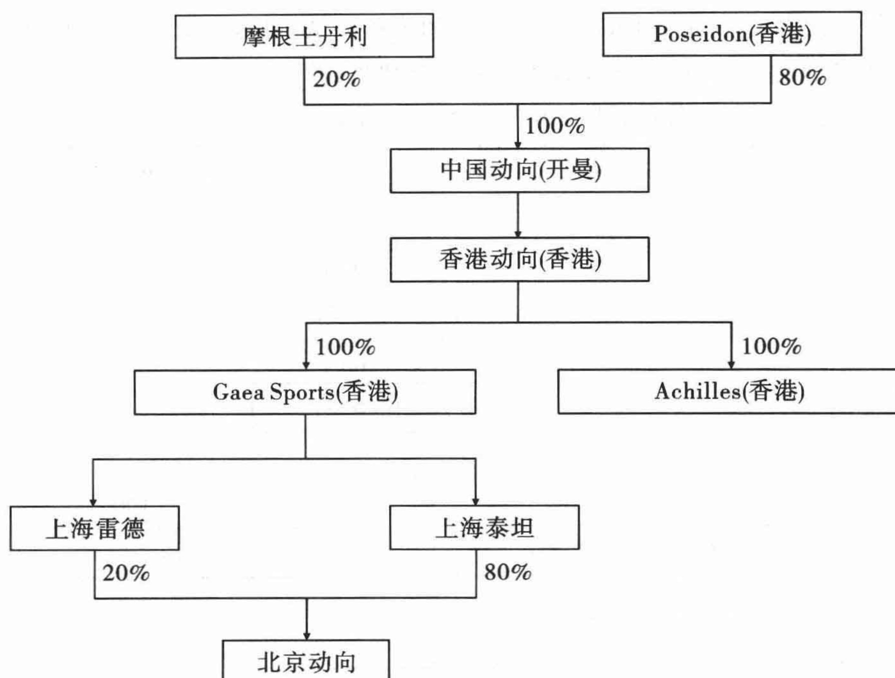
图 57 –5　北京动向纳入海外机构

2007 年 6 月 29 日，中国动向(集团)有限公司(简称中国动向)在开曼群岛注册成立，这就是后来的上市公司、发行人。同年 6 月 29 日，Poseidon 及投资者分别将其持有的香港动向股份已发股本转让给中国动向，转让代价为分别配发及发行 799.9 万股、200 万股列作缴足股份予 Poseidon 及投资者。转让完成后，香港动向成为中国动向的全资附属公司，而 Poseidon 及投资者(即摩根士丹利)则成为中国动向的股东，如图 57 –6 所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资料来源:中国动向招股说明书。

图 57－6 投资者投资中国动向

4. 境外上市成就百亿身价

销售额的飞速增加和利润强劲的爆发力为中国动向登陆资本市场打下了良好的基础。2006 年,中国动向销售额比 2005 年增长了 4.8 倍,利润则增长了 7.1 倍。

表 57－2 中国动向上市前合并损益表主要数据

（单位:千元）

	截至 12 月 31 日年度			截至 5 月 31 日 5 个月	
	2004 年	2005 年	2006 年	2006 年	2007 年
销售额	105,000	147,712	858,921	253,167	696,639
毛利	9,400	66,611	526,561	147,800	420,067
经营赢利	(40)	40,517	388,253	95,984	341,072
年/期内赢利	628	37,806	306,459	76,033	308,620

资料来源:中国动向招股说明书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 10 月 10 日，中国动向在香港联合交易所正式挂牌上市。全天成交量 6.945 亿股，成交金额约 34.78 亿港元。以上市首日收盘价 5.43 港元计算，中国动向总市值达到 298.65 亿港元，个人持股 53.32% 的陈义红身价则达到 159 亿港元，超过了老东家李宁。

2007 年 10 月 18 日，联席全球协调人代表国际承销商悉数行使了超额配股权，设计合计 2.0625 亿股股份，占全球发售项下初步提呈发售股份的 15%。此后，中动向已发行股本约有 27.85% 由公众持有。

（三）摩根士丹利的业绩回报

随着中国动向的上市，摩根士丹利花 3,800 万（约 3 亿港元）美元买来的这些股份换成了 8.64 亿中国动向股票，约合每股 0.34 港元。事实上，这笔投资在早前 2007 年 5 月后中国动向的两次股息分派就收回了约 7,600 万港元，成本降到 2.24 亿港元。而且，摩根士丹利在中国动向上市以及超额配售时出手了 2.231 亿股，回笼了约 8.88 亿港元，已经赚得 6.44 亿港元。出手之后，摩根士丹利仍然持有 6.41 亿股，按照 2007 年末中国动向 5.8 港元股价计算，这部分股票市值高达 37.2 亿元，摩根士丹利对中国动向投资获利超过 10 倍。时至今日，中国动向股价最新收盘价 2.95 元（2009 年 4 月 3 日），以此计算的摩根士丹利投资获利仍然在 8 倍以上。

二、各方观点

（一）《体育新报》（2007 年 10 月 18 日）：谁是老大？“中国动向”搅起一池春水

10 月 10 日，中国动向（3818.HK）在香港联交所主板正式上市，首日总成交量约 6.945 亿股，成交金额约 34.78 亿港元，首日股价较招投价上升 36.43%。作为一支新股，这样的表现应该得到称赞。

从目前的市值来看，中国动向在不知不觉中已经超过李宁，占据了国内体育服装企业的头把交椅。这预示着中国的运动服装行业进入了一个新的时期。

1. 动向市值跃居第一

动向集团拥有著名服装品牌 Kappa 在中国大陆及澳门独家经销权，由于香港市场反应热烈，最终获得相对于初步可供认购股份数目的 124 倍，创出了内地零售企业 H 股 IPO 新纪录。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于募资金额超过 60 亿港元，因此外界预测中国动向的市值会突破 200 亿港元。而在上市第一天，中国动向的市值已经达到 298 亿港元，超过李宁的 260 亿港元，一跃坐上中国体育服装企业的头把交椅。

早在今年 1 月 1 日，世界著名体育用品调查机构 SGI 曾推出全球 93 个体育用品产业上市公司的市值排名表，其中李宁公司 2006 年年底市值达到了 16.29 亿美元。哪知仅仅半年之后，李宁的位置就被中国动向超过，虽然这并不能说明动向已经完全成功，但至少说明在这变化莫测的市场中，是没有什么不可能发生的事。

2. 利润率惊人

对于外界来说，为什么一个代理公司能在极短时间内发展到这么大的规模、推出如此庞大的集资计划？中国动向的董事长陈义红一言以蔽之："因为公司赢利能力太强了。"

在中国动向的招股说明书上可以清晰地看到，中国动向 2006 年的净利润较 2005 年增长 200%，2007 年至今的业绩较去年同期增幅也高达 90% 以上。根据动向方面预测，该公司 2007 年度的预测净利润为 6.33 亿港元。

这种发展速度着实不慢，以福建晋江的运动鞋制造业为例，尽管近年晋江制鞋业总体收入仍将维持约 20% 的增长率，但利润增长已经大大放缓，利润率从原来的 10% 下降到 5% 左右。

动向的利润率如此之高，和其市场定位是分不开的，在买断了 Kappa 在中国内地和澳门地区的使用权后，动向的国际化设计团队精心为中国市场设计和定制了 Kappa 中国风。今天的 Kappa 运动时尚服饰，价格虽然比一线体育品牌高 10% ~20%，却依然销量不减。

3. 奥运激活体育用品市场

2008 北京奥运举办在即，造就了一个高速发展的体育用品市场。据业内专家测算，中国运动时尚用品市场近几年一直以 30% 左右的速度高速增长，2006 年已经突破 400 亿元大关。

正是这种热潮使得中国运动用品企业不断被看好，无论是今年上市的安踏、中国动向，还是之前上市的李宁、鸿星尔克，无一不被投资者热捧。业内人士表示，内地体育用品企业优异的成长速度，加上证券市场也对奥运商机所引领的"中国体育"概念表现出相当的追捧，各只股票优异表现属于"意料之中的事"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)《财富周刊－国际商报》(2007年10月23日)：中国动向完成华丽转身

日前，在香港联交所挂牌交易的中国动向首日报收5.43港元。按此计算，中国动向的总市值达到298.7亿元，远远超过了早前在港上市的李宁、安踏。而个人持股53.32%的陈义红身价则达到159亿元，超过了自己当年的老东家李宁(100亿元)。

就这样一夜之间，中国动向及其领头人同时完成了一次华丽转身。

1. 对赌股权获风险资金助力

与蒙牛、分众传媒等近年来在境外资本市场迅速走红的民企一样，中国动向背后也出现了私人股权投资基金(即Private Equity Fund，下称PE)的身影。这就是摩根士丹利。

不过与其他企业的情况稍有区别，这次摩根士丹利不是以承销商的身份出现，而是以第二大股东的身份亮相。

传媒曾一度爆出消息，中国动向上市之前，曾经与摩根士丹利进行"对赌"股权。报道称，中国动向与摩根士丹利订立协议，倘若公司明年赢利未能达标，其主要股东将要向摩根士丹利转让最多20%的已发行股本。如果中国动向明年赢利比目标低15%，主要股东则要转让17.6%股权予摩根士丹利。相反，如果公司期内赢利能超出5,590万美元，摩根士丹利便会向主要股东转让已发行股本的1%。

中国动向公司独特的业务模式及巨大的增长潜力，是吸引摩根士丹利的最主要原因。而中国动向敢于以此方式对赌股权，也说明其对自身未来的赢利能力保持了足够的信心，同时也对经营团队寄予了厚望。

2006年，中国动向在中国市场的利润高达3亿元，按照该公司已经连续几年超过35%的利润复合增长率看，依靠北京2008年奥运会的巨大商机，在未来几年里超额完成赢利指标，肯定胜券在握。

2. 牵手基石投资拥有水晶鞋

上市之初，中国动向成功牵手银泰百货，使之成为基础投资股东。中国动向的伙伴及竞争对手都意识到，银泰百货的加盟，使这家著名的运动时尚品牌管理商直接拥有了属于自己的营销大渠道。在普遍信奉"渠道为王"的激烈市场竞争中，中国动向的大渠道优势全面展现。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国人寿、老虎基金也在同期成为中国动向的基石投资者，中国动向甚至是中国人寿首次在香港认购的百货类股份，而内地女富豪——玖龙纸业董事长张茵也在国际配售中落单。这样，一个多元共赢的利益链由此形成。

对于中国动向怎么会吸引到如此重量级的投资者，中国动向董事长陈义红的回答颇为实在："因为公司赢利能力太强了。"中国动向2006年的净利润较2005年增长200%，2007年至今的业绩较去年同期增幅也高达90%以上。根据招股说明书预测，该公司2007年度的预测净利润为6.33亿港元，预测每股基本赢利为0.11港元(未计超额配售权及有关购股权行使)。公司行政总裁兼执行董事秦大中也曾透露，公司的毛利率大致保持在58%～60%的水平，净利润率则保持在33%～35%，在中国同业中处于绝对领先地位。

最关键的是，中国动向还将利用此次集资的53%来发展现有品牌及扩充品牌组合。公司计划拓展Kappa品牌的产品系列，并收购一个或多个品牌在中国的所有权或经营权，并经营新收购品种。这一系列举措，加上中国动向所在行业的发展前景及奥运概念，这个灰姑娘就这样开始了一场华丽的转身。

(三)《中国经济时报》(2007年10月26日)：Kappa华丽转身VS"中国动向"惊险一跃

全球第一个发明紧身球衣的厂商Kappa在中国市场完成华丽转身，这一神话的缔造者"中国动向"也借此博得大摩等国际资本青睐，日前在香港上市，然而它正在进行的从单一到多品牌群的跳跃，却有可能成为充满凶险的卡夫丁峡谷。

1. 从水土不服到"中国神话"

Kappa作为全球第一个发明紧身球衣的厂商，在欧洲市场有响亮的口号："He who loves me follows me"，它的Logo是两个背靠背坐在一起的男女轮廓。然而这个由正红、纯黑、藏蓝和大白四种色系组成、洋溢着欧罗巴浪漫风情的运动品牌，进入中国市场后却遭遇滑铁卢：

李宁集团为代理Kappa成立的北京动向公司2002年销售收入只有1,500万，2003年由于渠道成本急剧攀升，根本无法维系200多个专卖店的运营。动向当时的CEO陈义红回忆起来依然心有余悸："当时现金流很紧张，一旦稍有风吹草动，客户一跑，必死无疑。"

中国市场运作失败促使Kappa反省经营上纯粹的"拿来主义"：数千款的产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品直接从意大利拿到中国卖，但文化和市场需求的差异，使 Kappa 水土不服。另外销售上走专业体育用品路线，与耐克、阿迪达斯甚至自己母公司李宁集团等对手正面作战，也属“红海战略”。

动向开始谋求转型：弱化体育色彩，增加时尚内涵。不再照搬意大利风格，而是在欧洲先进设计款式基础上，增加中国文化及本土流行要素。同时采取“差异化策略”，舍弃“专业运动”（如阿迪达斯、耐克、李宁）和“休闲”（如佐丹奴、美斯特·邦威、宾奴）两条品牌路线，根据中国人的性格和消费心理，量身打造“运动时尚”。

这次转身改变了 Kappa 在中国的品牌形象，最终也拯救了动向：2004 年后 Kappa 在中国遍地开花，销售额每年以 150% 以上的速度迅猛增长，专卖店也由 2003 年的 200 多家成长到 1,500 多家。2006 年迎来井喷，销售一举突破 10 亿元，成为体育用品行业的一匹黑马。

动向的业务模式和赢利能力获得大摩等国际机构认可，2007 年 10 月 10 日以“中国动向”之名在香港上市，当日市值达到 298 亿港元。Kappa 这个老品牌在中国的变身和崛起被业界称为“中国神话”。

2. 从单一到多品牌群的惊险跳跃

“差异化策略”的本质是夹缝中求生存：小公司可以主动开辟新战场，回避与对手的正面交锋。但是当成长到一定程度时，“差异化”的优势将不复存在，随着产品线的延长、专卖店的增加，与其他品牌的正面竞争将不可避免。业内人士预测，当动向的销售额做到 30 甚至 50 亿时，“差异化策略”就会走到尽头。

据专家测算，中国运动时尚用品市场近几年一直以 30% 左右的速度高速增长，2003 年市场规模为 200 亿，2004 年为 260 亿，2005 年达 340 亿，2006 年则首度冲破 400 亿大关。奥运背景使运动产品时尚化，已经成为另外一个高速发展的体育用品市场。也正因如此，摩根士丹利以财务投资者身份入资中国动向，占有 20% 的股份。

更大的难题在于，从买断 Kappa 的那一刻起，动向就必须自己学会吃饭。这就意味着动向必须加快自身品牌的树立和传播，在 Kappa 之外，尽快签下更多的代理产品线，逐渐摆脱对 Kappa 的依赖。

当越来越多的全球品牌纷纷进入中国市场建立自己的网络和渠道时，充分竞争将快速拉低产品价格和利润率，动向的难题恐怕将不再是如何保持利润，而是如何保住生存。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（四）《第一财经日报》（2009年3月26日）：中国动向赢利增长连续三年超96%

Kappa在国内的“超级代理商”中国动向昨日发布年报，2008年销售收入和利润分别达到33.2亿元和13.67亿元，销售收入和盈利的复合增长率连续三年超过96%。对此，该公司董事局主席陈义红表示：“这是中国运动用品行业的一个奇迹。”

在2006年之前，中国动向集团只是Kappa在全球范围内的一个普通特许经销商，2006年5月，中国动向集团买断了Kappa在中国内地和澳门地区的品牌所有权及永久经营权，从只能销售产品扩展到自主制定并执行包括产品研发、市场推广、销售组织和渠道策略等整个业务领域，成为Kappa的“超级代理商”。

借助Kappa的知名度，中国动向业务扩展迅猛，截至2008年12月31日，其旗下的中国市场Kappa品牌零售店门面达到2,808家，2008年一年净增加863家。中国动向的成功主要因素之一是快速的资金周转和存货周转。中国动向在国内市场的资金周转天数为23天，存货周转天数为42天，陈义红表示：“这些都远远低于国内同业的平均水平。”

背靠Kappa大树的中国动向羽翼日渐丰满，2008年5月，中国动向完成对日本老牌运动品牌Phenix公司的收购，中国动向通过附属子公司持有Phenix公司91%的股权。Phenix在日本已经有52年的历史，Phenix、X－NIX、Inhabitant等品牌，在日本等市场具有一定知名度。完成收购后，中国动向除了将这些品牌收入囊中外，Phenix公司的59名研发专家也被中国动向收编，研发实力的增强意味着在Kappa之外，中国动向有条件开辟新的利润增长点。

中国动向年报表示：“Phenix具有强劲的设计及开发能力，其技术中心更能开发高性能的服装。整合Phenix的设计及开发能力，将提升本集团在此范畴的现有水平，并为本集团提供坚实的产品设计与技术开发平台，支持Kappa品牌及其他品牌于中国市场的长远发展，从而加强本集团的整体竞争优势。”

本书点评

当中国的制造业优势消失殆尽的时候，什么才能维持企业发展，唯一的答案就是品牌，谁的品牌能获得消费者认可，谁就能存活下去。Kappa的市场定位、运营能否维持其在消费者心目中的形象，将是决定企业发展的最关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五十八章 中科智:陈义红借私募成就百亿身价

一、案情情况

(一)中科智系简介

成立于1999年12月的深圳中科智担保公司,是中国第一家民营商业担保公司。2004年6月,深圳中科智担保投资有限公司成为世界保理协会(IFG)在中国的第一个会员机构。2004年9月转成立中国中科智担保集团股份有限公司(下称中科智担保集团,英文简称COGL),新的中国中科智担保集团股份有限公司已于2004年9月在香港开曼群岛注册成立,深圳中科智及其控股的深圳中兰德置业有限公司,以及在上海、北京、福建、长沙、广州等地成立的中科智系列担保公司均被重新归列为这个担保集团的控股子公司,进而形成了中科智、中兰德两大公司贷款、个人贷款担保序列。据中科智2008年11月11日提供给全国工商联的数据,与中科智合作的中外银行达到31家,目前的担保余额138亿元,涉及企业900多家,九年来累计担保额达740多亿元。在此基础上,后来又有了中科智控股集团有限公司(下称中科智控股集团),控股包括中科智担保集团在内的,旁及股权投资、资产管理、私募基金、贸易融资和房地产融资等其他子公司,控股参股企业达30余家。不足10年时间,中科智系巍然成形。

中科智担保集团的赢利主要来源于两大块业务,一是担保和与担保相关的业务,二是委托贷款和相关收入。根据德勤的中报,中科智2008年上半年担保和与担保相关收入约为1.45亿元;委托贷款和相关收入为1.38亿元,同比都有20%以上的增长,二者构成中科智上半年98%的收入,几乎平分秋色。担保业务收入的基本赢利模式,是为企业或个人贷款担保,收取担保费,但需要向银行抵押保证金。至于第二大业务委托贷款,相当于给企业的“过桥贷款”,也称“倒贷”;即指企业贷款到期时先由担保公司垫付还给银行,银行履行完新手续后重新贷给企业新贷款,企业再把资金还给担保公司。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



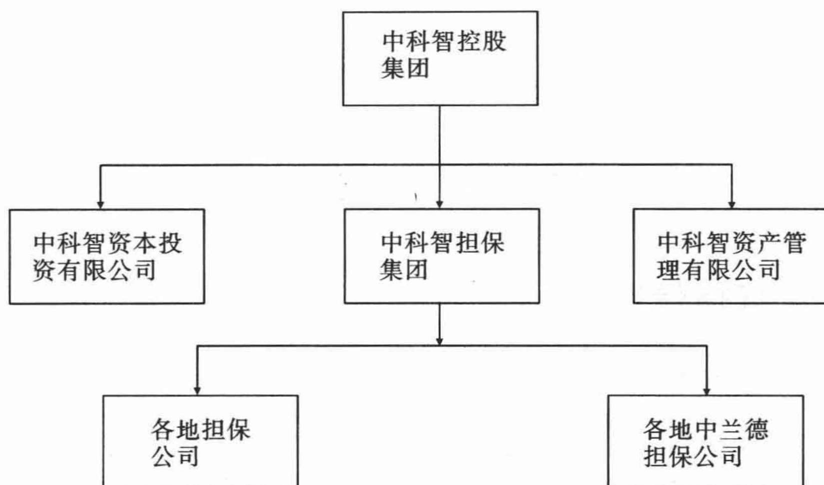


图 58－1　中科智系关系图

(二)中科智发展沿革

1. 第一阶段,获得四轮私募注资

1999 年 12 月,中科智在深圳成立,注册资本 5,000 万元。发展初期,中科智为单纯的内资民营企业,董事长张锴雍拥有绝大部分的股权。

第一轮融资。2001 年,美洲投资银行投资 300 万美元获得中科智 9.55% 股权,令中科智变为全国首家中外合资的担保公司。之后的 2002 年,香港兰德公司入股 500 万美元,获得中科智 15.91% 的股份。在 2001 年 10 月的《深圳中科智商业计划书》中,关于美洲投资银行(Ameribankers Corp.)的描述是,该公司是在美国特拉华州注册并在美国东西海岸主要城市均设有办公室的投资咨询公司。美洲投资银行的主要业务是依据客户需要,提供投资咨询、投资专案评估、私募融资、企业包装上市、兼并收购等服务专案,并接受客户委托进行专案管理和资产管理。另一投资者兰德国际(香港)有限公司则被描述为是美国美林集团下属一家投资公司。美洲投资银行 300 万美元以股权投资的形式注入,同时这 300 万美元将主要用于中科智担保境外 IPO 上市的所有中介和券商的费用。

接下来的两三年中,中科智与很多外资机构做了沟通,希望引入新的资金。但引资并不顺利,“缘于对民营企业及担保业的不放心和不了解,没有一家谈出结果。”张锴雍对《财经金融实务》记者说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二轮融资。2004 年底，亚洲开发银行(ADB)从发改委推荐的 2,188 家担保公司中挑中了中科智，并于次年 4 月正式投资 1,000 万美元入股，收购中科智 5.8% 的股份。亚行的入股，大大鼓励了其他外资加入其中。2005 年 5 月 25 日，张锴雍在英属维尔京群岛注册了一家名为 China Orienwise Limited(下称维尔京中科智)的离岸公司。在这个平台上，中科智进一步推进了第三轮融资。

第三轮融资。2005 年 11 月，花旗集团考察了两年，通过旗下亚洲企业投资公司(CVCI)出资 2,500 万美元投资中科智，收购了这家公司 14.1% 的股权，并参与公司的治理结构、风险控制等管理。到亚洲开发银行(ADB)和 CVCI 进入的时候，新的中国中科智担保集团股份有限公司已于 2004 年 9 月在香港开曼群岛注册成立，这个过程中，美洲投资银行所占的股权比例由 2001 年 7 月的 9.55% 变化为 2004 年 10 月的 3.98%，同时新兰德从 15.91% 变换为 6.64%。

第四轮融资。随后两年里，中科智越来越受投资者青睐，约有几十家机构都想入股，此时的中科智"议价"能力大大增强，开始有侧重地选择股东。2006 年 3 月，美国凯雷集团"入选"，向中科智投入了 2,500 万美元，购得中科智 13% 的股份。2007 年 10 月 16 日，GE 商务融资集团(GE Commercial Finance)宣布对中科智新注资 5,000 万美元，购得该公司 7.8% 股份。与此同时，亚洲开发银行、花旗亚洲企业投资公司、凯雷投资集团再次增资中科智，投资金额分别增至 1,242 万美元、3,090 万美元和 3,046 万美元。至此，中科智已合计引入 1.2 亿美元的外资，持有中科智股权合计达 40%。

此外，2006 年 11 月，摩根士丹利作为承销商，张锴雍利用维尔京中科智向国际投资者公开发行了高达 1 亿美元的 5 年期公司债，其年息高达 10.5% 并附赠期权，募集资金主要用于扩充网点和补充现有网点的资本金。同时，维尔京中科智的债券在新加坡交易所交易，并需要定期向交易所提交财报。但正是这次发债，使得日后中科智背后的隐秘事件逐渐曝光。

2. 第二阶段，与投资方从反目到和解

(1)中科智问题频出，致使投资方反目。

中科智 9 月 8 日、9 月 28 日在新加坡证券交易所连续发布公告，均是针对中科智担保集团(COGL)及其在内地子公司涉嫌商业欺诈作出说明。公告显示，某些董事会成员已经收到在 COGL 及其子公司商务活动中涉嫌商业欺诈的告知函件。一个由 COGL 董事会指定的特别调查委员会于 8 月 25 日成立以调查由此引发的指控。调查委员会已经选派了律师及其他专业人士作为顾问来帮助其开展调查工作。但现在，调查委员会已经解散，董事已经离职。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中科智担保集团10月16日又在新加坡证券交易所发布公告称,COGL已收到了《马瑞瓦禁令》中的针对董事长张锴雍的单方强制令,要求他向COGL通报其资产情况,并冻结了他的某个人账户。来自英国海事法体系的《马瑞瓦禁令》主要应用于对资产保全,是一种禁止当事人转移或处分其财产的强制措施。也就是说,从那时起,张锴雍在处置名下资产时,必须向公司申报。

2008年,宏观经济形势突变,中科智的业绩急转而下。根据德勤会计师事务所2008年10月底公布的中报,中科智账面上突然冒出近14亿元的损失拨备,其中包括为其余额为17.2亿元的委托贷款担保拨备9.47亿元和为其余额为136亿元的银行贷款担保拨备4.57亿元,换句话说,就是中科智委托贷款担保的坏账率高达一半以上,这使得上半年陡然巨亏12.2亿元,而2007年中科智仍号称赢利1.52亿元。

从几份公告陆续发布后,银行便暂停接受中科智及其分支机构为其客户提供的贷款担保;客户开始恶意延迟偿付担保贷款;一些雇员也已悄然离开。此外,穆迪也随之连续三次下调中科智的债券评级至Ca级,Ca已经是垃圾债券中倒数第二的评级,反应很高的违约风险,以及违约时可能产生高于平均水平的损失程度。

据广东担保业知情人士透露,中科智与外资方的矛盾从去年上半年就已经开始了,起初是因为外方股东发现张锴雍挪用了公司资金,并进入了当初各方明确规定不能进入的领域,而当外方股东要求张对资金去向做出明确解释时,双方的矛盾便愈演愈烈。

8月25日,四家外资股东董事成立调查委员会,聘请了普华永道和两家律师事务所,对公司展开调查。2008年8月28日,调查委员会采取了激进措施,要求由普华永道接管公司,并将在第二天派人到全国各地接管中科智,把现金控制起来。张锴雍并未就范。他强调,他和外资股东之间无"对赌协议"(即PE入股时与原控制人签署达不到业绩要求即要求原控股股东出让控股权的协议),提出股权抵押,完全是出于重新赢得外资股东信任的想法。他同时力陈普华永道接管后将带来的种种弊端,并称,倘若如此,中科智将面临崩盘。

双方就此剑拔弩张。9月5日,外资股东声称将以涉嫌财务包装、欺诈为由,以中科智担保集团为原告,在香港起诉张锴雍,查封其在担保集团的股权作为诉前保全,并要求其通报个人财产。有关内容亦在当天发布了公告。

9月23日,张锴雍在深圳发起反击,以董事会之名要求审查调查委员会和中介机构签署的合同,并调查中介机构是否存在越权行为。四位外资董事愤而离席,10月8日集体辞职。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

屋漏偏逢连阴雨。10 月 16 日，中科智公告：一子公司经理联系不上，公司已经向当地公安部门报案。据张锴雍所说，9 月 24 日，福建公司总经理郭俊向中科智担保总部辞职，但还未及公司审计完成，此人已出走国外。“后来经过陆续清理，郭俊盗用公司公章、经手的违规担保约有十多笔，金额在 1.6 亿元左右。”这比中科智中报披露的该案损失（9,000 万元）还要多。

10 月 29 日，中科智 2008 年中报姗姗来迟。德勤会计师事务所在中报中表示，由于获得的信息有限，无法了解所有重大事项，所以无法给出审计意见。德勤还表示，由于信用评级被下调、部分银行中止和中科智的担保合作、潜在的员工辞职，以及大量委托贷款和担保贷款推迟偿还，或者部分人故意拖欠还款等因素，中科智董事会认为公司业绩已经显著下降。中科智能否存续有待观察。

（2）地方政府介入。

从 2008 年 10 月到 12 月，张锴雍的主要活动是在政府部门和各种机构之间斡旋，以挽救垂危的中科智。幸运的是，此时的宏观环境下，支持中小企业被放到前所未有的高度，这必将惠及中科智。

工业和信息化部中小企业司已向有关部门报告称，中科智在中小企业担保上的贡献，称应支持中科智发展。银监会有关人士分析认为，在目前中小企业如此受到政策关爱的环境下，有关部门不会任由中科智这家中国最大的担保企业倒闭。

2008 年 11 月 14 日、11 月 19 日和 12 月 8 日，张锴雍和外资股东进行了三轮谈判。外资股东提出和解的两个前提，一是债转股；二是和深圳市政府见面。

针对因评级下降出现提前偿还压力的 1 亿美元债券，张锴雍设计了三个解决方案：上策是债转股；中策是债务展期；下策是打折回购。12 月 12 日，中科智有限公司发布公告，称中科智公司已经和部分债权持有人达成一项不具法律约束力的备忘录，债权持有人可以将债权转为中科智的优先股，并且还将获得中国中科智有限公司的直接控股股东中国中科智金融控股集团（China Orienwise Financial Holding Limited）的权证。

但穆迪助理副总裁兼分析师严溢敏指出：“由于该谅解备忘录并无法律约束力，最终协议仍未达成，因此这次‘债转股’能否成功执行及其最终解决，仍存在不确定性。”

另一方面，身为深圳市政协委员的张锴雍亦争取到了市政府的支持。2008 年 11 月 20 日，深圳市政府召开中科智担保公司协调会，担保余额在 1 亿元以上的八家合作银行被召集到一起。

张锴雍表示，当时参会的各家银行的表态是：业务上存量保持，新增业务仍



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在考虑。

12 月 9 日，外资股东和深圳政府碰面，政府承诺会帮助中科智。

12 月 24 日，中科智公告称与凯雷、花旗达成和解，原则性条件包括：改善中科智的公司治理章程、内部控制和结构问题，以及聘请独立第三方任中科智财务顾问。目前，另外两家外资股东的态度还不甚明朗，中科智有关人士称，双方还密切探讨和解的可能。

12 月 29 日，GE 有关部门再度确认，由 GE 任命的董事已辞去了在中科智及其相关公司董事会董事一职，因此不适合就有关中科智的事件发表评论，并未回应此时是否已与张锴雍达成和解的说法。

12 月 29 日，亚洲开发银行有关部门在回复《财经》记者电话问询时称，由于亚洲开发银行对此事的处理正处于起诉张锴雍的法律程序当中，因此不便回答任何问题。目前总行并没有对此事作出新的通知。

实际上，摆在外资股东们眼前的仍然是诸多充满疑惑的问题：中科智的“债转股”能否最后成功执行？中科智和张锴雍私人控股公司之间的关联交易能否最终厘清？张锴雍究竟是一代“担保教父”，还是如纳斯达克交易所前主席麦多夫(Bernard Madoff)一样的欺世大盗？对于试图在中国“淘金”的海外资本来说，中国民营企业究竟还有多少秘密？

二、各方观点

(一)《经济观察报》(2005 年 11 月)：中科智“幻影”

冲刺纳斯达克，改道香港主板，国际战略投资者入股，实现国际资本市场上市，做民营担保第一股，2002 年以来，中国中科智担保集团股份有限公司的概念一个接着一个。

据记者调查，因为多年来在深圳中科智上的投资，既没有分红，也没有实现其所言的上市后套现增值，其账面增值不大。若参照美洲投资的入股所得，若 CVCI 投资 2，500 万，相当于美洲投资 8 倍多的价格，折算成股权比例理应在 30% 以上，但 CVCI 却仅得到 13.3% 的股权。中科智担保集团经营总监彭继泽，被中科智的创始人与控制人张楷雍委任为这次入股的新闻发言人，称入股价格是双方长期谈判与讨价还价的结果。实际上，“美洲投资银行”的真实名称是美洲投资公司，其董事长与法定代表人是一个类似中国人的名字邹凡，国籍为德国。记者从当时在签约现场交换来的美洲投资银行代表的名片上却发现，上面印的却是 DEG——德国投资与开发有限公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004年10月21日，深圳中科智注册资本增加为5亿元，此时美洲投资公司的股权转让给一家叫AMERICANGROUPCOPRATION的企业，该公司注册地在英属维尔京群岛(BVI)，法定代表人邹静，300万美元投资股权比例稀释为3.98%。

而在外资股东接连进入的另一面，却是内资股东的全面退出。

2004年10月份，深圳中科智股权登记变更中，1999年~2001年期间进入的几乎所有的内资股东全面退出，包括聚友实业、深圳华俐恒建材、深圳冠旗投资、深圳中泰天成实业、深圳祁芳实业等5家股东均将其股权全部转让给张楷雍在BVI注册成立的ORIENWIZE(SE)LIMITED，而聚友网络旗下的聚友实业1,000万资金入股，则是在中科智初创时期如何取得企业信任时，经常提到的一个例子。

在一份2003年10月的私募增资备忘录里，中科智每股都有赢利记录。但这个账面赢利却从没对内资股东进行分红，这成为内资股东后来要退股的一个重要原因。

内资退股的另一个主要原因是，中科智一直宣称的海外上市计划迟迟没有实现。关于中科智的海外上市宣言，从2001年美洲投资公司入股的时候就开始了，当时中科智的计划是打造中国担保概念第一股，争取两年内实现纳斯达克上市。然而，2003年年底至2004年初，中科智即将主板上市风盛，当时消息称其即将在2004年6月份实现香港主板上市。

中科智也发动员工开始了一轮大规模的私募计划：当时计划在目前总股本5亿股的基础上，以1.65元人民币每股发行价募集3亿股，计划发行占总股本的37.5%，募集资金不少于4.8亿元人民币，但这个"面向境外少数特定投资者以私募方式募集"实际上变成对内的募集。在奖励政策激励下，员工积极性很高，纷纷四处寻找资金。

(二)《财经—金融实务》(2007年11月)：外资机构当初看好中科智的动机

张锴雍对记者分析称，首先，是外资看好中国经济快速增长的大背景；其次，看好中科智的团队和商业模式；再者，可以丰富外资各自的金融产品和业务。此外，中科智的担保代偿率约为0.43%，而国内同业平均代偿率为6%以上，其净资产回报率长期保持在15%~20%，这些都是吸引外资的关键因素。较之其他外资股东，亚行作为一家政策性开发银行，当年入股虽有政策扶持之意，但也看中投资回报。亚行一位官员曾表示，中科智为中小企业贷款担保的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利润并不薄，股本回报率在20%左右，当年选择中科智，基于其能“满足商业和公共双重目的”。

不过，一些金融界人士亦对《财经－金融实务》记者分析称，尽管中科智风险控制能力和赢利能力不俗，但利润若仅来源于收取2%～3%的担保经纪费，难以形成规模效益。所以投资担保业未必是一项好的选择，除非外资另有打算。

记者了解到，外资机构确实极为看重中科智作为中小企业服务平台的身份，借投资入股，他们可与中小企业建立更为密切的通道，以扩展各自的金融产品和业务。比如，花旗银行一直都做大客户业务，但中国的大客户多被四大国有银行所垄断。“入股中科智，为花旗开发中小企业客户埋下了伏笔。”知情人士透露。

记者了解到，花旗入股中科智后，双方曾有一个战略合作，花旗提供风险管理支持，中科智则组织一个团队为其分析中小企业市场。

就凯雷而言，入股中科智是其首次涉足中国的担保行业，其目的更直接明确。张锴雍告诉记者，中科智的担保客户中，有许多具有非常好的投资价值。凯雷进入这个平台，借助对担保企业财务状态的了解，便于发现价值企业并加以并购。至于对中科智的投资，未来也可能借中科智上市而获利退出。

据了解，GE 的入股溢价远高于市场平均水平，且7.8%的股权比例并不算高，和其他外资投资者相比，GE 的投资意图似乎更为深远。

除直接入股外，GE 还计划与中科智成立一家合资公司，从事存货融资、订单融资等其他贸易融资产品，拓展融资租赁、贷款和消费金融等业务。“对这家合资公司，最初商议的是等额出资，但具体股权比例还在谈。”了解内情的人士说。

在 GE 看来，“中科智并非单纯的信用担保公司，而是一家专门服务于中小型企业的非银行借贷公司”。GE 很想未来能将其所持的中科智的股权比例进一步提高。

诚然，在政策放开之前，正规的金融牌照，对于中科智来说还是一个梦想。不过，中科智虽然只有担保公司的壳，但是其业务模式以及在贷款风险管控和风险定价等方面的操作能力，已非常接近国外的贷款公司或小银行。

（三）《华尔街日报》（2008年11月）：中科智欺诈门令外国投资者好梦难圆　PE 投资陷阱重重

中国一家一度蒸蒸日上的金融服务公司目前陷入了麻烦，这显示中国的私人股权投资业务在前途广阔的同时也布满陷阱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中科智集团的增长前景和业务模式吸引了美国投资者的目光。该公司于1999年在深圳成立，专门为快速增长的中国私有企业提供贷款担保，并在国内银行尚不重视的领域提供相关服务。去年，该集团利润较2006年增长了20%。

中科智集团创始人、董事长张锴雍入选了《胡润财富榜》中国富豪400强。按张锴雍所持该公司股份计算，他的个人资产至少有3.2亿美元。

不过，德勤(Deloitte Touche Tohmatsu)日前却对该公司持续经营的能力发出了质疑，这家公司也承认受到欺诈指控的事。该公司今年上半年的业绩出现亏损。代表外方投资者的董事已辞职。

上述几家美国机构和ADB均拒绝发表具体评论，通用电气说，它不会发表评论，因为它已不是中科智及其子公司的董事会成员。ADB则说，它仍是股东方，将以极其严肃的态度对待有关该公司的欺诈指控。

由于西方股权投资公司和对冲基金在中国几家初创企业的风险投资获得成功，而它们数宗涉及国有企业的股权交易又被中国政府出于平息国内民族主义情绪的考虑而否决，使其在国企领域一时难有作为，于是它们纷纷涉足中国的私企领域。

但事实证明，私人企业的交易并不像人们之前希望的那么容易。Blue Ridge China Partners LP、Morgan Stanley Principal Investment、美林(Merrill Lynch Co.)和Citadel Investment Group曾向中国民营初创企业ITAT集团(ITAT Group)合计投资至少1.2亿美元，但由于被指在会计操作方面存在不当行为，今年早些时候，这家服装零售商的10亿美元募股上市计划被搁置。该公司的审计方目前仍在就此指控进行调查。

今年9月，中科智首次公开暗示了“问题”征兆。在提交给新加坡交易所的文件中，该公司称其董事会成立了一个由代表外方投资者的董事组成的专门委员会，着手调查针对中科智的欺诈指控。它还说，公司已收到法庭强制令，要冻结公司创始人暨董事长张锴雍的资产，但未透露具体最高上限。该公司未透露更多细节，张锴雍也未发表评论。

据该公司提交给新加坡交易所的声明，其4位外方董事已于10月份辞职，由此，调查欺诈指控的委员会在未发表任何结果后也告解散。该公司在声明中说，其一家子公司的总经理被怀疑伪造文件，为一位被担保人的一笔“相当数额”的贷款非法提供担保。该公司称，这位经理已经辞职且下落不明，案子已报告警方，但没有更多细节。

中科智在10月份的声明中说，这些问题将“对公司的财务状况产生严重影响”，它将尽力将影响降到最低。它还说，一些银行已停止接受其贷款担保，公



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司员工纷纷离职，一些借款人开始停止偿还它所担保的部分贷款。

中科智 2008 年 10 月 29 日说，公司今年前 6 个月亏损人民币 12 亿元。它还针对欠债指控的潜在损失拨出人民币 9,000 万元的准备金。

德勤说，由于欺诈指控和中科智在声明中提到的其他问题，德勤不能对中科智上半年业绩是否符合国际会计准则发表意见。德勤在与上半年业绩一起发表的评估报告中说，这些情况给该集团是否还有继续经营的能力画上了大大的问号。

（四）《财经》（2009 年 1 月）：中科智：茶杯里的风暴

中科智与张锴雍私人控制的中科智控股之间千丝万缕的联系，始终是一个公开的秘密。前述举报信的内容，直指张锴雍通过中科智控股进行过财务造假。这也是外资认为张锴雍涉嫌欺诈的最主要理由。

张锴雍向《财经》记者承认，他曾将中科智历年形成的风险项目剥离到自己私人公司名下，这些被剥离的风险项目大概有 4 亿元。但张锴雍表示，"这就像银行为了报表好看，把不良资产剥离到资产管理公司一样。"当然，不同的是，这一"好心"的剥离并未知会外资。

张锴雍承认，几个外资股东觉得，如果不是这一秘密的剥离行为，中科智的业绩不会显得那么健康，外资也不会轻易投资。"他们看中的是我的良好的风险控制能力，结果剥离掩盖了这些风险，掩盖了真实的事实，他们恼火的是这个东西。"张锴雍称。

不过，中科智和张锴雍的中科智控股之间的故事，也许不止于这 4 亿元风险项目。从张锴雍的履历可以清晰地看到，他 1991 年"下海"，在深圳做房地产起家，1999 年成立中科智之时，起点较高，注册资金即达 5,000 万元。

张锴雍称，目前中科智控股注册资本 2 亿多元，负债约 7 亿元，总资产大概在 40 多亿元。从资产规模看，中科智控股几乎和中科智相当，主要经营非担保业务，如房地产和金融股权投资等。

公开资料显示，中科智控股持有厦门商业银行的股权，曾设想入主世纪证券，后入股财富证券，还曾以每股 33.8 元的价格获得 1,400 万股平安股权的配售，是当时参与配售的唯一的民营企业。

另外，中科智控股还有国泰君安的部分股权、拥有中科招商（私募）等。知情人士透露，中科智控股集团总数大概有七八笔金融股权投资。

张锴雍亦表示，房地产和金融股权投资的利润大概占了中科智控股利润的 80%。据知情人士透露，中科智控股的资产受市场波动影响较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近来由于房地产、股市的不景气，市场多次传说张锴雍在这两方面投资损失惨重。张锴雍对此仅回应称，中科智控股下属的房产项目开发完毕，剩下的有几块土地储备尚未开发。

一位财务专家分析称，中科智控股多投资于长期项目，中科智的担保和委托贷款业务则是相对短期的项目，但沉淀的资金较多。很难排除中科智控股和中科智之间长期存在资金往来。在年景好的时候问题也许不大，但一旦宏观环境逆转，长期投资形成亏损无法收回，资金周转就有可能出现严重问题，最终也可能拖累中科智形成烂账。

一位中科智的前高管向《财经》记者表示，中科智担保和中科智控股在法人层面上是两个实体，但一直是两块牌子一班人马，人员上多有交叉，办公也都在同一栋大楼里。"两个公司就像是一个人的左右手。"但是，按照常理，外资在入股之时应能意识到这一点。

一位 PE 界人士则称，民营企业中这种情况十分常见，因此，最近他们新定的原则是，被投资企业要主业明晰，没有其他多元化投资，亦不能有与集团的关联交易。

本书点评

担保业务风险大收益小，业务模式难以创新，多数都是通过灰色地带的资金业务来弥补收益。当公司治理结构、赢利模式和风控体系都存在问题的时候，出事是必然的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五十九章 中石油：缔造股市 IPO 传奇

一、案情背景

（一）中国石油简介

中国石油天然气股份有限公司（简称“中国石油”）是中国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，是中国销售收入最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一。中国石油是根据《公司法》和《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》，由中国石油天然气集团公司独家发起设立的股份有限公司，成立于 1999 年 11 月 5 日。中国石油发行的美国存托股份及 H 股，于 2000 年 4 月 6 日及 4 月 7 日分别在纽约证券交易所有限公司及香港联合交易所有限公司挂牌上市（纽约证券交易所 ADS 代码 PTR，香港联合交易所股票代码 857），2007 年 11 月 5 日在上海证券交易所挂牌上市（股票代码 601857）。截至 2007 年底，中国石油天然气集团公司拥有公司 86.29% 的股权。

中国石油致力于发展成为具有较强竞争力的国际能源公司，成为全球石油石化产品重要的生产和销售商之一。广泛从事与石油、天然气有关的各项业务，主要包括：原油和天然气的勘探、开发、生产和销售；原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售；基本石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售；天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售。

中国石油唯一的发起人及控股股东为中国石油天然气集团公司，中国石油天然气集团公司是根据国务院机构改革方案，于 1998 年 7 月，在原中国石油天然气总公司的基础上组建的特大型石油石化企业集团，是国家授权的投资机构和国资委管理的特大型国有企业集团之一。

上市以来，公司以完善的公司治理、较强的盈利能力赢得了国际资本市场的广泛认可。2007 年，在由美国《石油情报周刊》公布的“2005 年世界最大 50 家石油公司”综合排名中居第七位；在由《商业周刊》公布的 2006 年度“《商业周刊》亚洲 50 强”企业中排名第一位；在由全球能源领域权威机构普氏能源公布的“2006 年全球能源企业 250 强”中列第六位，连续五年居亚太区第一位；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并当选《亚洲金融》杂志公布的“2006 年亚洲最赢利公司（第一名）”。

截至 2008 年 12 月 31 日，中国石油的股权结构如表 59－1 所示：

表 59－1　中国石油股权结构表

排名	股东名称	持股数量（万股）	持股比例	持股变化（万股）	股本性质
1	中国石油集团	15,816,459.72	86.42%	+24,251.94	流通 A 股
2	香港（中央结算）代理人有限公司	2,086,951.96	11.40%	－5,114.55	流通 H 股
3	交通银行－易方达 50 指数证券投资基金	5,323.34	0.03%	+3,140.22	流通 A 股
4	中国工商银行－上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	4,717.88	0.03%	+1,072.09	流通 A 股
5	中国银行－嘉实沪深 300 指数证券投资基金	2,484.60	0.01%	+230.89	流通 A 股
6	中国人寿保险股份有限公司－分红－个人分红－005L－FH002 沪	2,351.96	0.01%	+299.99	流通 A 股
7	中国建设银行－上投摩根中国优势证券投资基金	2,094.34	0.01%	新进	流通 A 股
8	中国人寿保险股份有限公司－传统－普通保险产品－005L－CT001 沪	1,877.15	0.01%	－474.80	流通 A 股
9	UBS AG	1,803.25	0.01%	新进	流通 A 股
10	中国人寿保险（集团）公司－传统－普通保险产品	1,792.69	0.01%	－807.30	流通 A 股
总计		17,925,856.95	97.94%	+0.12%	

来源：http://q.stock.sohu.com/cn/601857/zygd.shtml



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中石油2009年3月25日晚间披露了2008年业绩,年报显示,按国际财务报告准则,中石油2008年净利1,144.31亿,同比下降22%。扣除非经常性损益后的每股基本收益0.54元,同比减少30.8%。中石油2008年营业额高达10,711亿元,同比增长28.1%。2008年财务摘要如表59-2所示:

表59-2　中石油2008年财务摘要

项　目	2008年	2007年	本年末比上年末增减(%)	2006年
总资产(百万)	1,194,174	1,067,680	11.8	878,541
营业收入(百万)	1,071,146	836,353	28.1	690,512
营业利润(百万)	149,332	206,019	(27.5)	202,825
利润总额(百万)	161,100	204,182	(21.1)	200,429
归属于本公司股东的净利润(百万)	114,431	146,750	(22.0)	143,511

来源:2009年03月26日:《上海证券报》:中国石油天然气股份有限公司2008年度报告摘要

中国石油最近几年的财务情况如图59-1所示:

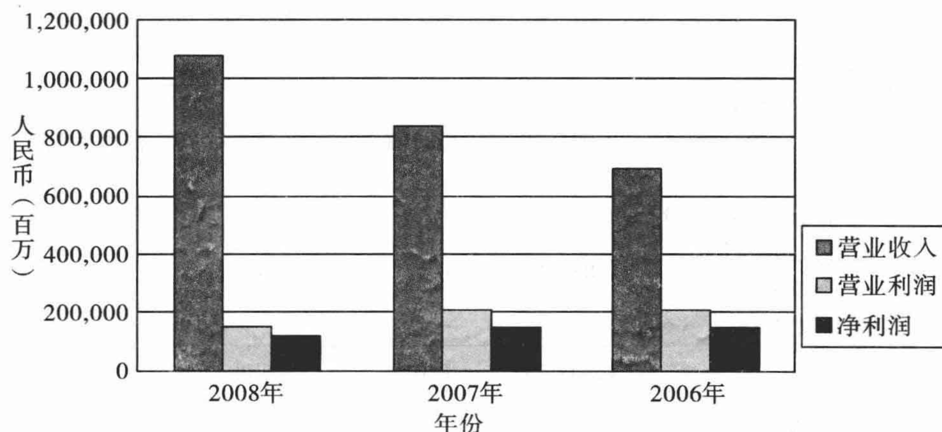


图59-1　中国石油营业收入和利润情况

(二)中国石油回归A股

中国石油天然气股份有限公司2007年11月5日登陆A股市场,开盘价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

48.6 元/股，较发行价上涨 191.02%，收盘价 43.96 元/股，比发行价上涨 163%。

至此，中石油 A 股总市值已超过 7 万亿元，加上 H 股市值，总市值一举超过埃克森美孚目前的 4,000 多亿美元市值，成为全球市值第一的上市公司和中国 A 股市场第一大权重股。

本书点评

对于中石油，我们不能用这种好大喜功的心态和方法来统计和报道或介绍，这是很不严谨的态度。什么叫企业的强？就是有很强的议价能力，中石油有吗？它只能借助国内的绝对垄断，才有在国内的议价能力。中石油也就是世界第多少大企业，不能说强。还有就是用可流通 40 亿 A 股的股价简单地乘以 1,579 亿的股份，就说中石油市值超过 7 万亿。只能说是自欺欺人。

中石油回归 A 股，刷新了中国最大煤炭上市公司、中国神华能源股份有限公司曾于 10 月 9 日登陆 A 股市场时创下的若干纪录，同时，它继续着 H 股的回归之旅：今年以来，中国平安、交通银行、建设银行、中海油服、中国神华纷纷在 A 股市场登陆，一艘艘巨型航母驶回 A 股市场。

根据其市值测算，中石油上市后将对上证指数产生较大影响。其在上证指数中的权重达到 20% 以上，将撬动包括电力、煤炭、石油化工行业在内的能源板块加速升级，成为挑战金融股绝对权重地位的又一主流板块。

“中国石油的上市，将使金融板块在 A 股市场中所占的权重从 39% 下降到 30% 左右，下降约 9 个百分点。目前中石油和中石化所占权重总和为 25%。这有利于影响股市的行业权重的分散。”东方证券股份有限公司研究员王晶认为。

中信证券的分析报告指出，中石油的回归可在一定程度上吸收目前比较充裕的流动性，给国内投资者一个更加优质的投资选择，并将进一步壮大优质工业蓝筹股在市场中的比重，使原有的大盘蓝筹股的定位更趋合理，对稳定国内资本市场将起到促进作用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方观点

(一)《华尔街日报(中文版)》(2007 年 7 月 24 日):中石油改弦更张 另觅财路

普遍观念认为,中国的石油公司现在是见到油田就买,不论它在哪里,也不管要花多少钱。但是,普遍观念也有出错的时候。

身居中国油气行业龙头老大地位的中国石油天然气集团公司(China National Petroleum Corporation.)这次就放弃了收购西班牙石油公司 Repsol YPF 南美资产的机会。据知情人士透露,身为在港上市中国石油天然气股份有限公司(PetroChina Co. Ltd.)母公司的中石油集团此番之所以选择放弃,是因为担心眼下正在南美洲蔓延的石油资产国家化潮流会损害它的投资回报。

Repsol 公司发言人威廉·加特兰(William Gartland)证实 Repsol 曾与中石油集团进行过磋商。他说,这家中国公司和许多其他潜在买主一起浮出了水面,但最终的赢家可能是与政府关系密切的阿根廷银行家恩里克埃斯肯纳齐(Enrique Eskenazi)。

在一些分析师和行业顾问的眼中,收购外国石油企业是中国的石油公司实现可观增长的唯一途径,因为其在本土的任何一点点增长,很快就会被高速发展的经济给吞噬。虽然中国的石油公司有政府的支持且资金充裕,但是在海外扩张方面,它们往往因为政治因素而受到很多限制。

两年前,中国第三大油气生产商中国海洋石油总公司(China National Offshore Oil Corp.,简称中海油公司)就曾出价 185 亿美元收购美国加州联合石油公司(UNOCAL Corporation),但因招致美国国会势力的强烈反对而最终搁浅。此后,包括业内老二中国石油化工集团公司(China Petrochemical Corporation)在内的中国石油行业三巨头在海外的合作投资活动温和了许多,而一些分析师担心,三家公司的增长潜力会因此而受到阻碍。

尽管国际油价已逼近历史高位,但国际石油公司发现,进一步提升产量变得愈加困难。全球主要的石油藏量要么控制在中东的国家石油公司手中,而这些公司的优先任务是确保其国库充盈,要么就如加拿大的油砂一般开采成本极其高昂。由于中国石油企业愿意涉足苏丹之类受美国制裁的国家,而这是西方国家的同行办不到的,因此某种程度上而言,中国公司起到了促进全球能源供应平衡的作用。不过现在中国石油企业的对外投资显得更为收敛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年来，中国石油企业在本土投入了更多的时间和金钱。据石油业咨询机构 Wood Mackenzie 的数据，中国三大油气公司去年在国内油气勘探和开发方面投入 215 亿美元，较 2004 年的 126 亿美元大幅增加。与之相比，2005 年和 2006 年两年内，三家公司的海外投资总共只有 80 亿美元。

此种投资策略使三大公司在国内的成绩斐然，几处重大油气发现提升了这些公司的石油储量替代率（Reserve – replacement Ratios）。储量替代率是指新增探明可采储量与当年开采消耗储量的比值。

但一些分析师也担心，这些成绩不足以支撑中国石油企业的长期发展。法国巴黎银行（BNP Paribas）驻北京分析师布拉德利·维伊（Bradley Way）称，中国石油企业在原地踏步。他们拥有大量现金，但需要新的储量来平衡国内油田的产量和利润下滑。维伊对中石油 12 个月目标价定在 13 港元（约合 1.66 美元），他在 7 月初将该股评级由“买入”调降为“持有”。

许多石油行业分析师也认为，海外收购才是中国石油企业真正实现增长的必由之路。而 Repsol 公司的交易正提供了这么一种机会。

在这项交易中，Repsol 公司将出售阿根廷子公司 YPF 的 25% 股份，后者旗下的成熟油气田估价从 20 亿美元到 40 亿美元不等。Repsol 于 1999 年收购 YPF，迫于股东要求扭转经营状况的压力，Repsol 准备先出售一部分股份，然后将 YPF 的 20% 股份在阿根廷上市以募集资金。

以中石油集团的实力，应当有能力通过这笔交易施展一番拳脚。该公司素来以能够从老化的油田开采出新石油而闻名，这要归功于该公司在大庆油田长期的技术经验积累。大庆油田位于中国东北，作为中石油集团的主力油田，已开采近 50 年。据知情人士透露，持有 YPF 的股份将为中石油集团提供进入阿根廷市场的机会，此外还能大幅提高其石油储量，进而有助于提升中国的能源安全。

中石油集团和中石油公司均拒绝置评。

中石油集团放弃这一机会令人意想不到，因为中国的石油企业并不缺乏资金。据估计，中石油集团自身有能力进行 400 亿美元的收购，而且还能够从国有银行获得低息贷款。

而中石油集团这一次所放弃的机会，在知情人士看来会是一笔很划算的交易。而使该公司退缩的原因之一与正在南美地区蔓延的石油资产国家化潮流有关。而领导这股潮流的正是委内瑞拉，上个月埃克森美孚（Exxon Mobil Corp.）和康菲石油公司（ConocoPhillips）因拒绝将自己在委内瑞拉数十亿美元投资的大部分股份交给政府控制的石油公司而退出了该国石油市场。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另一个可能让中石油及其母公司中石油集团对重大收购机会望而却步的原因是,该公司对长期油价的预测仍非常保守。里昂证券亚太市场(CLSA Asia－Pacific Markets)中国能源研究部主管关荣乐(Gordon Kwan)表示,中石油是基于每桶40美元的长期油价预测来评估是否进行投资,低于埃克森(Exxon)每桶45美元的标准。关荣乐建议买进中石油股票,并将12个月目标价定为13港元。

纽约市场原油期货价格目前已突破每桶76美元,一些分析师预测油价短期内不会跌回60美元下方。

对长期油价预测过低可能也是中石油集团不愿增加投资加拿大油砂的原因之一。油砂是一种开采成本昂贵的石油资源,在提炼成燃料油之前需要进行一系列的加工处理。中石油集团上周五的一份公告否认正收缩加拿大的业务。此前加拿大媒体曾广泛报导,中石油集团某管理人士以生产成本增加和监管收紧为由,表示要减少在该国的业务,而中石油集团的这份声明似乎是想平息争议。

上述事件的背后,可能还与将于今秋召开的中共十七大有关。作为中国共产党每五年一次的换届会议,通常会出现重要领导人员变动以及宣布重要政治纲领。而包括中石油集团及其上市公司在内的几大石油公司高层都是由政府任命,实质上也就是由中共任命。一些行业观察人士表示,因为十七大,各大石油公司纷纷收敛重大投资计划。

(二)《浙江潮评论》(2007年11月6日):中石油上市对股指的影响

首先,中石油股票上市将会改变市场的结构。中石油被称为共和国工业的“长子”,但在股票市场上,这个长子一直是缺席的。长子缺席的市场结构当然是不完美的,直接表现为金融股比重太大,股市与宏观经济之间的关联度不高。在中石油上市之前,银行股在总市值中的比重占40%左右。2007年11月5日,随着中石油股票的上市,“长子”支撑门面的时代即将到来。

中石油是2000年在香港市场上市的,第一次发行175.8亿股H股,2005年第二次发行H股31.96亿股,两次发行H股共计210.98亿股。本次发行A股40亿股,发行后的总股本是1,830亿股,其中A股1,619.22亿股,如果按照目前40元计算,其A股的总市值将超过6万亿元,在市场的权重将超过20%,成为第一大权重股,而银行股的权重将从目前的40%左右下降到30%以下,虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行股的权重还是占据第一把交椅，但单只银行股的影响都无法和中石油相匹敌，这意味着银行股笑傲江湖的时代将结束了。如果说，2006 年 10 月 26 日工商银行的上市开启了银行股的时代，那么，2007 年 11 月 5 日将开启中石油的时代，或者说是石油股与银行股双雄争霸的时代。

从市场结构来说，从银行股的一统天下到石油股与银行股的双雄争霸是一种进步，但仔细分析中石油的股本结构会发现，这种进步的背后存在很大的隐忧。按照 40 元价格计算，中石油的流通市值只有 1,600 亿元，但其对应的综合指数的权重是 6 万亿元，比例超过 20%。而全体银行股的流通市值远远超过中石油的流通市值，但对应的综合指数的权重却差不多。巧合的是，招商银行的流通股是 47 亿股，与中石油相当，而且招行的股价恰好在 40 多元，也和中石油价格相当，也就是说，中石油的流通市值恰好和招行相当，但招行在上海综合指数中的权重不及中石油的十分之一。可以毫不夸张地说，只要控制了中石油的股价，就控制了上海综合指数，在单个基金管理公司的资产已经超过 3,000 亿元的今天，实现控制中石油的股价的目标已是易如反掌。笔者不知道这是市场的进步还是倒退。

有人会说，如果按照沪深 300 指数来分析，就不存在上述问题了。的确，沪深 300 指数是按照实际流通市值的大小作为权重来计算的，在沪深 300 指数里，中石油的权重和招行相当，比工商银行稍大些。但笔者以为，沪深 300 指数受上海综合指数的影响很大，如果漠视上海综合指数对沪深 300 指数的影响，将会导致重大失误。如果说沪深 300 指数是“元旦”的话，那么，上海综合指数就是“春节”。在中国人的心目中，真正的新年是“春节”而不是“元旦”，这是习惯和传统的力量。工商银行的股权结构也存在类似的问题，我们已经看到了工商银行上市对市场的影响，所谓的“二八现象”和“一九现象”就是对投资者利用工商银行（及其他银行股）的特殊股权结构来操纵市场的一种形象的描述。

笔者以为，在股指期货推出之前，我们应该及时纠正类似中石油、工商银行等存在的股权结构缺陷，通过减持国有股的方式或增发的方式扩大这些公司流通股票的比例；或者改变上海综合指数的计算方法，按照实际流通市值为权重来计算综合指数。否则，中石油的股票将成为大机构操作市场的“杠杆”。不仅如此，如果目前的情况不改变，三年后，等中石油国有股可以流通时，指数基金的配置会出现很大问题，在三年后的今天，指数基金必须将对中石油的配置比例从目前的 2% 左右提高到 20% 左右（假设这些基金追踪的都是 300 指数）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评

我们从价值投资的角度来看,如果指数基金要是配置20%的中石油,那就干脆改名叫石油或能源基金算了,而且可以保证这支基金会很惨。为什么呢?因为供过于求,40多元的股价是对应的40亿的流通股而非1,579亿的A股总股本。我们再从股指期货的角度来看,理论上讲,40亿股撬动的是1,579亿股的股票市值,换句话说,花在中石油上一块钱能撬动近39元的市值,杠杆率达到近39倍,这样的杠杆率不把上证指数搅得天翻地覆?这完全违背了政府推出股指期货来稳定资本市场的初衷,没有相当的流动性就贸然推出股指期货,是对资本市场的犯罪。

其次,中外股市的联动性将大大加强。一直以来,我们看到一个非常明显的现象是,每当美国股市出现大的波动,全球主要市场都会随之出现波动,我们一直把这种现象解释为资本流动导致的,进而演绎为我国股市不会受外围因素影响,因为我国有资本项目管制,我国资本市场是一个封闭的市场。这种解释将会随着中石油的上市不攻自破了。

本书点评

中外股市的联动性与是否有大盘国企股上市没有必然的逻辑关系。2008年的金融危机是美国金融机构滥用金融杠杆及衍生品造成的,所以花旗银行的股价会从100多美元跌破1美元,而中国的银行业绩却创历史最高水平,难道也要联动?在中国的很多金融从业人员都有一个荒唐的逻辑:就是与美国股市联动,就是我国的资本市场与国际接轨了,这是幼稚而自卑的思维。试问:我国的经济结构与增长方式与美国一样吗?

不管资本市场是否是开放的,全球油价是同步的,因此,全球地缘政治、美国的货币政策、全球经济增长预期等这些影响全球油价的因素,都会对中石油股票价格产生直接影响,从而对我国股票市场产生重大影响。当然,如果出现中石油股票被少数机构操作的情况,则另当别论了。

总之,长子出席的威力是巨大的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评

油价不是同步的，因为各国的经济结构、产业结构、经济周期等各种要素不同，所以油价存在着相当的滞后性。由于石油既是重要的工业原料，同时又是战略物资，还具有相当的金融属性，所以油价与原油的供求关系不完全是正相关的。特别是动荡的2008年，反应特别明显。当国际油价在创148美元/桶的时侯，中石油的股价在不断地探底甚至跌破发行价。而且中石油的股本结构就决定了它不可能被少数几家机构操纵，只能被大股东操纵。

(三)《中国经济评论》(2008年2月4日)：中石油圈钱是制度阳谋？

中国股市IPO的改革不可能指望行政权力的过度介入。中石油的问题，归结起来，无非是三个方面——发行问题，交易问题，监管问题。三个问题都集中表现为市场整体定位的制度性问题，它是一个有机的整体，互相牵动。

中石油以16.70元的招股价登陆A股市场，是H股发行价的3倍之多，发行市盈率为22.44倍，已经超出了国际市场上同类股票价值投资的范围。高倍市盈率溢价发行，最大的受益者首先是发行人。中石油在未改变A股发行份额的基础上，比人们原来所知的发行计划多融资约268亿元。

高市盈率、高定位、高溢价的新股定价机制，从根本上反映出目前的IPO发行机制并没有改变发行者圈钱的本质，这也是中石油愿意使用配售特权同询价机构进行利益交换的动力所在。

中石油A股的招股价虽然略低于H股当时的交易价，但并没有“让利于民”，不过是更多地对机构投资者进行利益输送。中石油40亿A股的发行额度中，除10亿股先行划拨机构网下配售外，用于网上发行的30亿股又进一步体现出向机构倾斜的政策——机构证券账户每户可累计申购额度是每个单一证券账户的28倍。中石油的发行引来了3.38万亿元资金的申购，但参与申购的户数却不到408万户。80万中一签的高门槛将超过90%的散户拒之门外，小股民没有机会参与打新股的资金盛宴。

自2007年11月5日中石油以46元的开盘价上市交易以来，其股价累计下跌近40%。一步到位的开盘价和48元的最高价，使一、二级市场出现巨大的落差，套牢了二级市场上所有盲目跟进的投资者。开盘当天没有涨跌停板限制，也是市场最容易被操纵，投资者最容易受伤的一大软肋。这显然不是单纯的交



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易机制问题，而与发行制度紧密相连。这是重融资轻改制，重投资轻回报，重一级市场轻二级市场的整体定位偏差所致。

与监管层在中石油问题上暴露出的跨境监管漏洞相比，中石油暴跌的根本症结在于IPO功能的市场定位。

2007年，中国股市的IPO以4,469.96亿元的规模居全球第一，与2006年1,642.56亿元的规模相比，增加了172.13%，加上其他融资再融资形式，融资总额达到了8,306.29亿元，接近于1990年至2004年间15年的总和(8,414.87亿元)。

现有的市场环境及市场基础，难以与市场发展的速度相匹配。理论上，IPO应该具有优化市场资源配置的功能，但由于股改后恢复的IPO并没有真正实行新老划断，相对稀缺的上市资源依然是市场流动性疯狂追求的目标。而用牺牲二级市场投资者利益的方法向一级市场进行利益输送，甚至不惜向国际资本输送利益，显然违背了优化资源配置的原则，有重回圈钱寻租老路之嫌。

中石油IPO圈钱寻租功能放大所引起的暴跌，与其说是一个阴谋，不如说是阳谋。它在某种意义上也是管理层蓄意将IPO当做股市调控工具的结果。中石油上市当月，上证指数失守半年线，累计下跌18.19%，创下13年以来的最大月跌幅。除了中石油的领跌之外，市场扩容高峰严重超越了市场承受力的限度，粉碎了一切基于“钱太多了”的盲目乐观。

中国股市IPO的改革不可能指望行政权力的过度介入，也不能寄希望于对现行发行机制进行修修补补，我们需要的是“以投资者为本位、市场化为本色、重投资讲回报为本分”的革命性的制度变革。只有当IPO在有法可依的前提下走出审核制的门槛，实行市场化的注册上市，中国股市才有可能真正告别利益输送，形成投资和回报的良性互动。

本书点评1

在中国，股市是国民经济的晴雨表这句话是个伪命题。中国股市是流动性的晴雨表，这才是中国特色的资本市场。

本书点评2

不要去批评或指责现在的IPO制度，因为我们没有能力去改变这个经济体制和利益结构，聪明的做法是利用这个制度，去赚取属于自己智慧的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）《金融时报评论》（2008 年 4 月 19 日）：中石油破发　发出了信号

没有人想到被看做大盘“稳定器”和“定海神针”的中石油如此不堪一击，而那些在机构和投资者看来可以踏踏实实拿着，可以作为资金避风港的大盘蓝筹股，现在却变得最让人不踏实。

4 月 18 日上午 10 时 10 分，对于中国股市和股民来说，都是一个应该记住的时刻，中国股市第一权重股，被看做是 A 股市场“定海神针”和“风向标”的中石油，终于跌破了 16.70 元的发行价。

从 2007 年 11 月 5 日上市以来，中石油就没能摆脱持续下跌的厄运。按照其上市首日 48.60 元的开盘价和 48.62 元的最高价计算，中石油 A 股下跌幅度高达 67%，远高于同期上证综指的 46% 的跌幅。中石油 A 股跌破发行价的同时也意味着其 A 股流通股东全线被套，如果以历史最高价 48.62 元计算，投资中石油的股民亏损最多可能至 67%。

伴随着中石油的“破发”，市场信心遭到打击，引爆强大抛压，上证综指连续失守 3,200 点、3,100 点关口，并再度创下本轮调整以来的新低 3094.67 点，而中石油的股价也是一再走低，创下 16 元的低点，跌幅超过 5%。中石油终于“破发”，是在劫难逃吗？作为市场“风向标”的中石油跌破发行价，给市场发出了怎样的信号？

实际上，自本轮股市调整以来，中石油的发行价被市场看做是股市下跌的最后一道屏障，尤其是 4 月份以来，中石油是否“破发”成为最吸引眼球的股市悬念，中石油股价也在屡次触及发行价后很快被买盘拉起，市场传闻有资金在护盘。但最终在 A 股市场的无限探底之后，中石油终于没有守住最后的“防线”。

首先，中石油“破发”，彻底暴露了目前新股发行机制的不合理。众所周知，现行的新股发行制度是为了建立一个面向机构投资者的累积投标询价机制，但在询价机制上的不完善，使得询价过程蜕变成了拼抢新股筹码的报价博弈游戏，一步步推动新股发行市盈率远远偏离了合理区间。中国平安、中国远洋、中国人寿等，其发行市盈率高达 80 倍甚至将近 100 倍，而在高市盈率背景下，其上市初期的股价也高得离谱。

“中石油跌破发行价完全是其当初高价发行必然会导致的恶果。”业内人士表示，中石油发行市盈率高达 22.44 倍，即使在其跌破发行价之后，相较于沪深 300 指数而言，其估值依然偏高，股价也远高于 H 股股价。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其次，中石油"破发"，投资者的信心"底线"受到考验。业内人士指出，与市场中的一般股票"破发"不同，中石油"破发"并迅速下探更低的低点，为目前大跌中的市场平添了许多变数。从6124点的历史高点，到18日收于3094点，上证综指在短短半年时间内下跌近50%。有市场人士认为，中石油上市对A股市场形成了拖累。也有市场人士认为，A股市场估值回归的内在需要引发深幅调整，中石油只是"替罪羊"。不管怎么说，对于投资者来说，"A股第一权重股"的"破发"是对其信心底线的严峻考验。

今年以来，尽管市场持续大跌，在"救市与不救市"的争论之间，看好A股市场发展前景的投资者还是占了多数。承担着大盘"风向标"功能的中石油"破发"无疑重挫了市场信心，是否意味着A股市场的下跌空间已经打开，市场的价值中枢将进一步下移？

"中石油'破发'是一个不太好的信号。"中国政法大学教授刘纪鹏直言自己对市场的担忧。他认为："如果在一个正常的股市中，个别股票'破发'可能是它自身基本面决定的，而在股市暴跌超过40%、市场信心极度削弱的情况下，中石油'破发'就不能忽视了。"

也有乐观的市场人士指出，中石油"破发"对于目前的市场环境来说是很正常的，反倒有利于大盘下一步的稳定，起码要比徘徊在破发价边缘挣扎好很多。

再次，中石油"破发"，意味着A股市场没有一只股票是安全的。业内人士认为，在中石油跌破发行价后，市场随之而来的，可能是更多的股票跌破发行价，尤其是一批大盘蓝筹股。数据显示，从3月26日，中国太保跌破发行价开始，3月27日，中海集运和中煤能源跌破发行价。4月18日，中石油加盟令蓝筹股"破发"队伍扩容。这些大盘蓝筹股不仅没有起到管理层和市场预期的稳定市场的作用，反而成为了市场加速下跌的"催化剂"。"中国船舶在4月17日跌破百元价格仍在继续大幅下跌，中国石油在死守了20多天后仍然跌破发行价就是明证。"业内市场人士指出："新股发行时市盈率过高，因此即便是现在股价跌破发行价，这些股票未来的业绩能否支撑这一发行市盈率，仍然值得怀疑。"

3月20日，中石油公布了2007年年报，实现净利润1,456.3亿元，较上年同比增长2.4%；每股基本赢利0.81元，同比增加约0.02元。自公布年报后，股价再次加速下滑，此后的5个交易日内跌幅达到24.65%，向16.70元的发行价迅速滑落。对此，市场人士纷纷表示年报赢利低于预期水平，成为该股加速下滑的推动力。今年以来，国际油价的一路走高，国内成品油价格改革滞后等原因，中石油业绩下滑的势头并没有止步，正是由于市场对中石油即将公布的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一季报不看好，分析人士普遍担心其业绩将出现超预期的下滑，从而沉重打击市场信心。

凡此种种，并非只有中石油一家，正如业内人士所言，现在市场下跌的根本因素不在基本面和资金面，在于投资者的信心，这不能不引起管理层的高度重视。

（五）《新京报》（2009 年 4 月 2 日）：为什么中石油有价值没"形象"

高盛日前发布对中石油年报的解读，高度看空后者，给出"强力卖出"的评价。

瑞信对此的读后感说，中石油"跑输大市"；一致看空中石油的主基调，理由也明确，都集中在中石油的炼油亏损上了。即使维持"持有评级"的花旗，也对中石油的成本增加表示忧虑。同理，国内的机构对这明摆着的炼油亏损，也不十分乐观。

对中石油历来不缺乏评论，各种角度都有，但主要集中在对价格管制的干预和行业垄断的不满上。虽然都有些道义上的慷慨激昂，但除了描述不合理的现实，几乎没什么分析。一般从体制上发发牢骚，无法分析中石油的价值跑哪里去了，除了为这家至今还是亚洲最赚钱的公司，从来没有让普通投资人高兴难过以外，什么都做不了。

就算大家一致看淡中石油，但这个结论也无厘头得很。因为国内报告都是针对 A 股的评级，国外大都针对 H 股，而中石油这两地市场的股价实在难以比较。本周一中石油 H 股收盘只有 6.24 元港币，同日 A 股收盘价为 11.49 元人民币。股价相差近一倍，A 股可谓高高在上，H 股都被看空了，那么 A 股如何维持？大家一致看空，是否 A 股还要继续大跌？但就连高度看空中石油的高盛，对 A 股市场也并不特别悲观。看空占 A 股 20% 权重的中石油却不看空 A 股本身，这逻辑很让人摸不着头脑。

中石油的价值到底应该怎么判断？单纯从年报的财务数据看找不到合理计算的逻辑。因为中石油的主要利润或者亏损源头之一成品油销售，不是自己根据市场调整的销售价，依此看空或者看多的理由是无法作为投资预测根据的。

即使现在发改委所执行的成品油价格新机制，也不能保证成品油销售价格管理的普适性。因为假如有朝一日国际原油的价格重新回到 150 美元一桶，国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



内成品油的价格也浮动到这个位置,其连锁的物价反应会怎么影响中国经济呢? 到时候中石油就算亏损也要保障供应。

从这种两难的处境,其实我们更不难理解,为什么中石油有价值无形象。因为它的价值在于它高度地垄断了石油这种战略资源;而它没有形象,是因为它享受到这个垄断的权利,却无法把相应的利润和权益,完全按照市场交易的方式反馈到国民经济中。

简单说,这都是垄断惹的祸,还不够彻底,而是对石油这种战略物资,我们缺乏足够的市场交易意识,没有足够的市场渠道保障交易合理的供应。从一开始中石油主要的业务体系,就不是面对消费者的消费需要建立起来的市场交易行为体系。而是从国家的角度建立起来的资源战略体系。因为勘探石油作为中石油最初建立的目的,是中国这样一个大国,把工业强国的石油梦想作为政治任务赋予了中石油。

现在把这个政治任务形成的体系转成市场化的服务体系,要打破的不只是行业垄断。而是针对石油的市场化交易,要有全新的思路。这个思路,不是简单地在市场上设立三四个都做这个行业的公司,而是要把这个行业看成是市场的消费和市场的交易。

本书点评

给大家讲一个华尔街的寓言,甲、乙二人就一听沙丁鱼罐头进行不断地交易,终于有一天甲忍不住了,打开罐头发现沙丁鱼腐烂变质,于是便责问乙,乙说:沙丁鱼罐头是用来交易的,不是让你来吃的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十章 京东商城：私募助其从“中关小店”变为“网店大鳄”

一、案例介绍

（一）京东商城简介

京东商城是一家 B2C 类专业 IT 产品网上商城。

京东商城目前拥有遍及全国各地 2500 万注册用户，近 6000 家供应商，在线销售家电、数码通讯、电脑、家居百货、服装服饰、母婴、图书、食品等 11 大类数万个品牌百万种优质商品，日订单处理量超过 30 万单，网站日均 PV 超过 5，000 万。2010 年，京东商城跃升为中国首家规模超过百亿的网络零售企业，销售规模占据国内网购零售份额 32.5%，连续六年增长率均超过 200%。京东商城提供了灵活多样的商品展示空间，消费者查询、购物都将不受时间和地域的限制。依托多年打造的庞大物流体系，消费者充分享受了“足不出户，坐享其成”的便捷。2009 年初，京东商城斥资成立物流公司，布局全国物流体系。目前，京东商城分布在华北、华东、华南、西南、华中的五大物流中心覆盖了全国各大城市，并在沈阳、西安、杭州等城市设立二级库房，仓储总面积达到 50 万平方米。

2009 年至今，京东商城陆续在天津、苏州、杭州、南京、深圳、宁波、无锡、济南、武汉、厦门等超过 130 座重点城市建立了城市配送站，为用户提供物流配送、货到付款、移动 POS 刷卡、上门取换件等服务。2010 年，京东商城在北京等城市率先推出“211 限时达”配送服务，在全国实现“售后 100 分”服务承诺，随后又推出“全国上门取件”、“先行赔付”、7 × 24 小时客服电话等专业服务。2011 年初，京东商城推出“GIS 包裹实时跟踪系统”；3 月，京东商城获得 ACER 宏碁电脑产品售后服务授权，同期发布“心服务体系”，京东商城开创了电子商务行业全新的整体服务标准。京东商城在为消费者提供正品行货、机打发票、售后服务的同时，还推出了“价格保护”、“延保服务”等举措，京东商城通过不断优化的服务。引领网络零售市场，率先为中国电子商务行业树立了诚信经营的标杆。

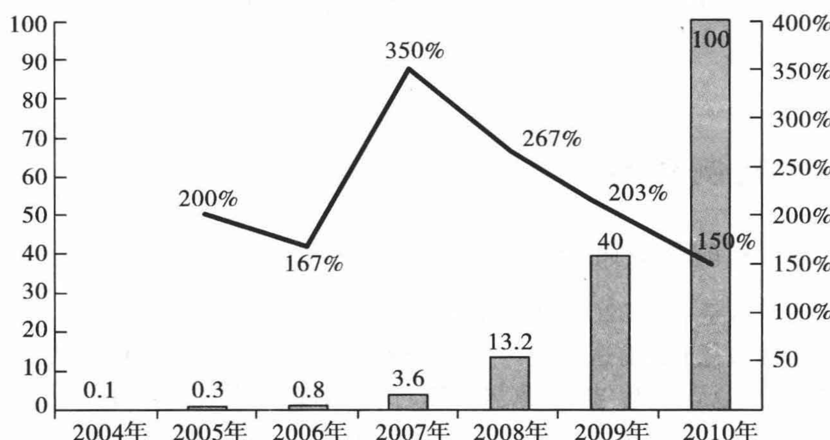


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 60－1　2004～2011 年京东商城销售额

2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
1,000 万	3,000 万	8,000 万	3.6 亿	13.2 亿	34 亿	102 亿	309.6 亿



资料来源：中国信息主管网。

图 60－1　2004～2010 年京东商城销售额及增长率

高速发展的京东商城获得了多项殊荣，“中国企业未来之星”“2008 中国最具投资价值企业 50 强”“年度商业模式 10 强”“2009 年度网民最喜爱的网上购物商城”“2009 中国最具投资价值企业 50 强”“2009 年度北京十大商业品牌”“2010 德勤高科技高增长中国 50 强”等奖项的荣膺，不仅是对京东商城业绩的肯定，更是对公司未来前景的充分认可。

（二）商城发展历程

360buy 京东商城由刘强东于 2004 年初创办。

刘强东，网名“老刘”。1996 年毕业于中国人民大学社会学系。刘强东是一个在创业道路上充满坚定信念的人，踏实地走好每一步路是他信奉的人生准则。尽管大学期间学的是文科专业，但酷爱编程的他将所有课余时间用在了学习编程上，并通过独立开发几个项目的程序掘到了人生中的第一桶金，为今后的创业之路奠定了坚实的基础。大学毕业后的两年间，他选择了到外企工作，希望能够学到外企先进的管理经验。1998 年，刘强东辞去了在外企的工作，在北京中关村租了个小柜台，创办了京东公司，开始了自己的创业生涯，公司最开始主营业务是代理销售光磁产品，主要出售刻录机、压缩卡和光盘，生意逐步越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好,在短短两年内成为了全国最具影响力的光磁产品代理商。但是刻录机毛利润的下滑使得刘强东对他的创业方向做出改变,这次他将目光锁定在了 IT 产品连锁店上,2001 年,刘强东的第一家零售店在中关村开张,取名“京东多媒体”,主要出售声卡、键盘、鼠标等电脑产品,刘强东开始了从代理商向零售商的转变。同样,京东的连锁店业务也做得风生水起,新的店面不断开张。

1. 第一阶段:向电商转型

2003 年,正当刘强东踌躇满志的要把连锁店开到 18 家的时候,一场突如其来的天灾彻底打乱了刘强东的计划,非典使刘强东的业务大受影响,使其线下业务不断萎缩,刘强东为了连锁店的生存,不得不将其业务放到了网上,希望通过网络处理掉京东的库存。在他的带领下,京东商城努力发展成为一个百亿规模的大型专业 3C 网购平台。

而在非典疫情好转后,正当刘强东打算逐步恢复线下业务的时候,让其感到意外的是,来自网上的订单越来越多,很快超过了来自线下连锁店的业务量,而且增长速度在不断加快。2004 年,“京东多媒体网”电子商务网站开始上线,京东的业务重心开始向电商转变。

2005 年,由于资源有限,并且网上销售可以有效地降低门店、销售人员等成本,刘强东做出了一个决定,放弃连锁,专攻网上零售,在这一年,他关掉了全国 12 个门店,主营网上销售。2007 年,京东多媒体网正式更名为京东商城,京东正式启动全新域名 www.360buy.com,并成功改版。

2. 第二阶段:获第一轮、第二轮融资,从 3C 向百货进军

从 2005 年向电商转型开始,京东的主要产品集中在 3C 和家电这一块,从 2008 年开始,京东在 3C 和家电的基础之上,增加日用百货等商品。而当时京东向百货转型的原因在于,其网站用户流量足够庞大,上百货业务也可以取得不俗的销售业绩,同时丰富京东的商品,可以更好地满足用户的需求,京东开始从一个 IT 电商向全能百货商城转变。

2007 年 8 月,接受今日资本徐新第一次 1,000 万的融资。这把京东和现代资本市场紧紧联系了起来,为以后的顺利扩张和大笔融资做了很好的铺垫。

2009 年 1 月,京东商城获第二轮融资,参与此轮投资的有今日资本、雄牛资本,以及亚洲著名投资银行家梁伯韬的私人公司,总投资金额为 2,100 万美元。两次融资使 2008 年成为京东的一个拐点,这年京东商城的销售额达到 13 亿元,首次超越当当、卓越亚马逊成为中国最大的自主式 B2C 网站,当然 3C 依然是其主营业务。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

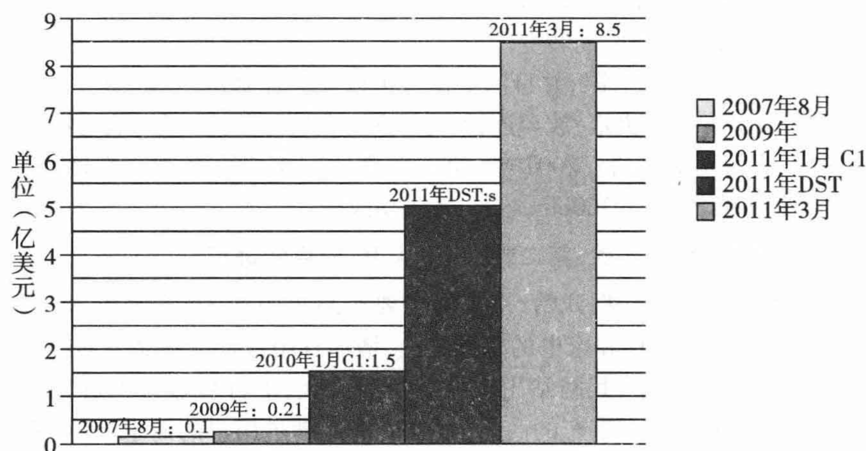


3. 第三阶段:第三轮融资,自建物流体系

2009 年春节前后,因节假日的需求旺盛,京东订单火暴增长,但是由于缺乏可控的物流和配送体系,这段时间大量订单被延误或取消,京东甚至于在网上发出公告,让消费者到别处去订购商品。

在遭遇到物流瓶颈后,京东开始将重心放在了物流—仓储体系的建设上,不断加大对供应链能力的投入。2009 年,新融资的 2,100 万美元中的大部分都用于成立控股物流子公司、购买新的仓储场所等物流体系的建设。

在 2011 年京东又进行了新的一轮融资:第三轮融资。本次融资分两次注入,第一次简称为 C1,第二次简称为 C2。2011 年 4 月 1 日上午,由俄罗斯投资集团 DST(Digital Sky Techghonies)、老虎等共 6 家基金和一些社会知名人士投资,京东商城完成该次融资,金额总计 15 亿美元,其中 11 亿美元已经到账。该轮融资达到了 15 亿美元,是一个令人震惊的数字,因为它超出了多数民营企业的上市融资额。除了四大商业银行和少数垄断央企,15 亿美元是几乎所有中国企业都不敢想象的私募数字。



资料来源:和讯科技。

图 60-2 京东商城历次私募融资金额

15 亿美元新资金中将有 50% 用于仓储、配送、售后等服务能力的提升。京东商城计划今年将同时开工建设 7 个一级物流中心,未来三年共投资 50 亿~60 亿人民币进行物流建设。在现有用户的基础上,不断加大在物流技术等配套设施上的投入,满足用户的需求,成为了现如今京东的发展方向。目前,京东商城拥有遍及全国各地 2,000 万注册用户,1,200 家供应商。在线销售家电、数码通讯、电脑、家居百货、服装服饰、母婴、图书、食品等 11 大类数万个品牌 70 余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万种商品，日订单处理量超过15万单，网站日均PV超过3,500万。随后京东商城并购B2C网站千寻网，加大对百货市场投入，杀入母婴、图书等市场。除了在成都设立了分公司之外，京东商城还将陆续在北京、上海两个城市，建立单体面积超过10万平方米的超大型物流中心。加上广州原有的物流中心，全国拥有4个一级库房。实现每隔600公里都将有一座京东商城的仓储中心或库房，同时其城市配送站也增至50个城市以上。这一轮融资可能会为京东商城在未来几年的上市铺平道路。投资者对京东商城的兴趣突显出中国电子商务领域的巨大机遇。电子商务是中国最大、也是增长最快的互联网市场之一。

(三)京东大事记

表60－2 京东历年大事记

日期	事　　件
1998年6月	刘强东在中关村创业，成立京东公司。
2001年6月	京东成为光磁产品最具影响力的代理商，销售量及影响力在行业内首屈一指。
2004年1月	京东涉足电子商务领域，京东多媒体网正式开通，启用域名www.jdlaser.com。
2004年1月	京东在全国首创及时拍卖系统——京东拍卖场正式开业。
2006年1月	京东宣布进军上海，成立上海全资子公司。
2007年6月	京东正式启动全新域名www.360buy.com，并成功改版。
2007年6月	成功改版后，京东多媒体网正式更名为京东商城，以全新的面貌屹立于国内B2C市场。
2007年7月	京东建成北京、上海、广州三大物流配送中心，总面积超过5万平方米。
2007年8月	京东赢得国际著名风险投资基金——今日资本的青睐，首批融资千万美金。
2007年10月	京东商城在北京、上海、广州三地启用移动POS上门刷卡服务，开创了中国电子商务的先河。
2008年初	京东商城涉足销售平板电视，并于6月将空调、冰洗、电视等大家电产品线逐一扩充完毕。标志着京东公司在建司十周年之际完成了3C产品的全线搭建，成为名副其实的3C网购平台。
2009年1月	京东商城获得来自今日资本、雄牛资本以及亚洲著名投资银行家梁伯韬先生的私人公司共2,100万美元的联合注资。也是2008年金融危机爆发以来，中国电子商务企业获得的第一笔融资。
2009年2月	京东商城尝试出售特色上门服务，此举成为探索B2C增值服务领域的重要突破，也是商品多元化的又一体现。

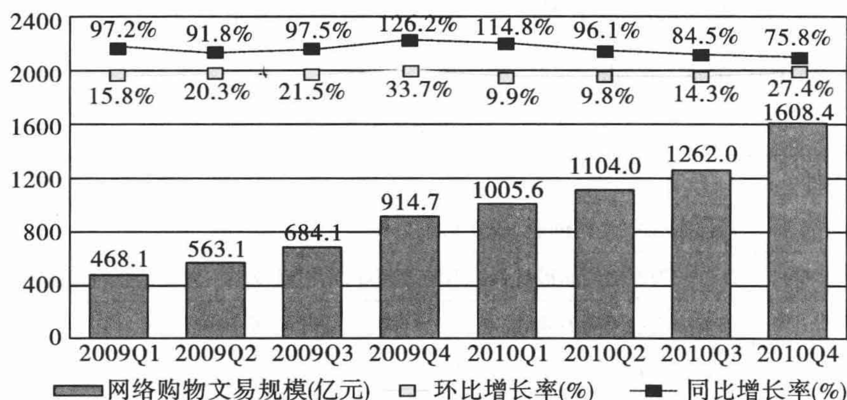


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

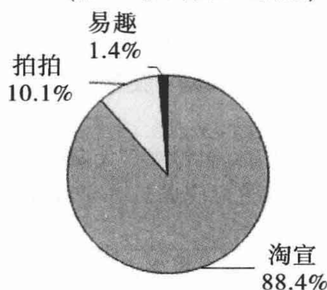
日期	事　件
2009 年 6 月	京东商城 2009 年第二季度销售额达 8.4 亿元，占据中国 B2C 电子商务市场 28.8% 的份额。其中 6 月销售额突破 3.7 亿元，6 月 18 日单日销售额突破 3,000 万元。
2011 年 4 月	由俄罗斯投资集团 DST(Digital Sky Techghonies)、老虎等共 6 家基金和一些社会知名人士投资，京东商城完成该次融资，金额总计 15 亿美元。

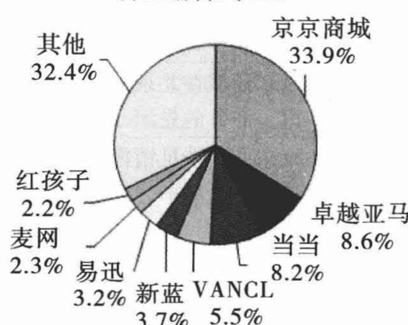


注：网络购物市场规模为平台式购物网站与自主式购物网站市场规模之和，其中暂不包括付费款与产品下载、航空客票交易、网络代缴费等商品类别的文具规模。

资料来源：和讯科技。

图 60－3　中国网络购物市场规模





注：C2C 市场份额以 C2C 电子商务平台成交商品总额计算，含 C2C 平台推出的 B2C 商城。

资料来源：和讯科技。

图 60－4　2010 Q4 中国网络购物交易额市场份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方观点汇集

(一)《华西都市报》(2011 年 3 月 14 日):或存丧失控制权风险

业界分析认为,目前风投所持的京东股份已达 40% ~50%,而尚未赢利的状况,使得京东不得不继续寻找投资以维持扩张,而刘强东要想引入新的资本,必须出让更多的股权,他可能因此丧失控股权。

1. 疯狂吸金只为扩张

京东之前以卖 3C 电器为主,此类商品价格透明毛利率低,京东又狂打价格战,牺牲利润抢占市场,一直未能赢利,只有不断引进资本才能满足其迅猛扩张的需要。

刘强东曾表示,追求毛利对京东来说没有意义,规模才是第一位的。为此,京东商品的价格能够比国美、苏宁低 10% ~20%。

"京东融来的钱主要花在了物流建设与市场推广上。"京东商城在第一轮和第二轮融资的 3,100 万美金中,有 70% 投向了物流。

物流是电子商务扩张的核心环节,其上可承载各种商品,像滚雪球一样越滚越大。

2. 创始人或成"打工仔"

然而,京东通过频频引进资本的方式来支撑扩张,可能导致刘强东从老板创始人变成打工的职业经理人。业界分析,通过第三轮融资,风投所持的京东股份已达 40% ~50%,而刘强东要想引入新的资本,必须出让更多的股权,他可能因此丧失在公司的控制权。

"相比当当网通过上市融资,京东靠风投融资更容易丧失控制权。而京东一直未能赢利,又无法达到上市要求。"陈寿送表示。

据了解,目前京东最主要销售的商品为 3C 产品,大约占据京东总销售额的九成左右。为了尽可能扩大销售额,京东采取了贴钱的方式维持低价,这给京东造成了大量亏损。并且,京东为了保证流动资金充足,模仿苏宁和国美采取了给供货商延期付款的方式,并向供货商不断压价。"这给供货商造成了很大的资金压力,已经有部分供货商在联合起来催款了。"一家华北地区的供货商透露。

为缓解这样的矛盾,京东被迫提前启动 IPO 计划。此外,京东目前的销售



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



额仅为100多亿元，但刘强东为了赢得资本方的青睐，不断宣布一些“利好”消息：包括同时开工建设7个一级物流中心和25个二级物流中心等。如此大的投入，让京东已经陷入了资本的旋涡中。另外一方面，就是京东一直为电商业诟病的管理问题，去年年底以来，京东商城营销副总裁徐雷和原总裁助理刘爽、负责百货采购的副总裁张川都纷纷离职。

“目前京东已经无法继续顺利引入投资方，上市成为一种不得不为的手段。”一些知名对冲基金策略分析师认为，以目前刘强东所持控制比例来看，若想引入新的投资者，将不得不出让自己所持股份，而这样下去，就有丧失控制权的危险。所以IPO对于想要高速扩张的刘强东来说，是一种无奈之举。

事实上，这与京东商城的经营模式和发展阶段密切相关，天量私募意味着京东商城的创始人刘强东及其投资者，在冲规模和创利润之间选择了前者，而这恰恰反映了近来IT投资界对于用户量的无限痴迷。“冲销售额容易，但是赢利非常困难。钱少了不行，钱多了又不赚钱。业务量和利润空间本身是冲突的，引入资本还要把可分得的利益再摊薄。”一位专注互联网的风险投资者称。

业务量和利润空间的冲突，几乎要颠覆电子商务的基础理念，但是刘强东和京东的投资者们更看重的是业务量，因此不惜投入巨资，意在一次性地发展到安全规模再考虑利润问题。刘强东一直强调的安全规模是销售收入500亿元。为了达到这个安全规模，京东一边融资一边花钱，不求赢利只求扩张。有人问，为什么京东不去美国IPO。事实上，以刘强东这样强势性格，在没有把自己的生意做到进入壁垒足够高之前，是不愿意每个季度通过报表、路演、电话会议去与二级市场投资者解释，为什么花钱越来越多，什么时候才能实现赢利这类与“安全规模”存在潜在冲突的问题。

然而投资界的潮流也为刘强东这种“先烧钱、后赚钱”的策略提供了可能。最近互联网企业的估值规模，已经从“加速跑”发展到“三级跳”的阶段了。十几年互联网的发展，给形形色色的网络帝国培养出数以亿计的潜在“人口”，而且这些人口中有许多还非常年轻，赚钱和消费的高峰期即将来临。

(二)《经济观察报》(2011年12月8日)：融资——扩张——再融资模式

衡量一个公司的价值，用第三方来衡量，如果企业能卖得出去，那么企业就值钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资——扩张——再融资已经成为京东的发展模式。

反复的融资则让刘强东和京东的投资者们更看重业务量，他们不惜投入巨资，希望一次性地发展到安全规模再考虑利润问题。

京东商城此前获得的3轮融资，2007年8月获今日资本投资千万美元；2009年1月获得今日资本、雄牛资本以及银行家梁伯韬的私人公司共计2,100万美元的联合注资；2011年3月，完成15亿美元C轮融资，投资方包括DST、老虎基金等6家基金以及社会知名人士，其中DST以5亿美元获5%的股份，意味着京东估值达100亿美元。

近日外媒有消息称，京东商城计划启动IPO程序，计划融资40亿~50亿美元。如果京东这番动作逐步完成，有可能创下互联网公司在美国的IPO之最。而IPO日期初步确定在2012年上半年。资金问题不仅是电商的发展问题，更是京东的发展的未来。随着销售业绩的不断提升，低价与赔付的销售策略使得京东商城销售得越多，赔得越多，虽然第三轮融资15个亿，但业内人士都知道，2010年，京东却赔了14个亿。

本书点评

天量私募意味着投资者在冲规模和创利润之间选择了前者，而这也反映了IT投资界对于用户量的无限痴迷。事实上，这与京东商城的经营模式和发展阶段密切相关，一直强调的安全规模是销售收入500亿元，为了达到这个安全规模，京东一边融资一边花钱，不求赢利只求扩张，几乎要颠覆电子商务的基础理念。客观上，投资界的潮流也为这种"先烧钱、后赚钱"的策略提供了可能。

(三)《经济观察报》(2011年4月30日)：华兴资本CEO包凡——投对比投贵重要

不久前，华兴有幸完成了一笔融资规模巨大的私募交易——协助京东商城完成了D轮十余亿美元的融资，这规模或许连今年国内IPO市场任一单个项目都无人能及。

京东的交易让我和华兴同人们无比兴奋！当然，除了完成这笔华兴资本史上最大融资额的交易外，华兴资本的同仁们也从来没有像今年这么忙碌过，今年年初至今，华兴已经完成了近20个项目，远远超过历年同期交易纪录。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



穿梭于私募市场这些最核心的交易中，中国互联网和私募领域这前所未有的热度扑面而至，无法闪避，我有几点感触非常深刻。

首先，我想，中国互联网和相关产业能有如此快速的发展，离不开宏观经济背景下中国经济转型带来的推动力。众所周知，中国经济现已在向内需拉动型转变，越来越多的机会出现在内需市场，而互联网无疑是切入内需市场最合适的方式，内需市场带来急剧爆发的消费能力，足以为互联网带来一场狂风骤雨般的革命，再加上互联网产业的市场化运作方式、高度透明的从业环境、面向的又是中国未来真正的中间阶层，这些因素使得在互联网相关产业的高速发展迎来了前所未有的机遇，它们在向内需转型背景下受到了极大的鼓舞。

其次，从京东商城这次完成的私募融资来看，这是一个跨时代的标志性事件，它前所未有的融资规模已经颠覆了原有的认知，充分显现了现在的私募市场与以往相比已经不可同日而语。以前，对许多拟上市企业而言，上市就是为了拿大笔的钱，为了能有较高的估值，因为这些可能只有二级市场才能办到。但现在，私募市场也能帮企业主达成这样的需求，有投资人愿意给你足够的资金，足够高的估值，又何必非要费很大劲上二级市场呢？甚至私募市场还能够给企业更宽松的条件，没有二级市场上那样严格的监管要求和挑剔的赢利要求，吸引力不言而喻。

随着私募市场的逐渐成熟，私募市场将发展到可以与二级市场分庭抗礼的地步，这对许多企业而言是件好事。

其实秉承这样投资理念的投资人并不仅仅只有这次投资了京东商城 5 亿美元的 DST(俄罗斯投资公司，Digital Sky Technologies)，老虎基金以前也一直是采用这种模式运作的。他们对看好的企业不惜一切代价，甚至愿意以高其他人一倍的价格进入，进入后还会不断增持股份，坚定地支持公司发展，我相信在中国快速发展的 PE/VC 市场中，这种模式也很快能被本土的投资人学到。

当然，采用这种模式进行投资的标的比较适用于真正优秀的公司，它的高速成长期不止只有两三年，可能达十年；它一定是平台级的公司，一旦平台打造完成，将会有非常大的市场空间，这个企业还需要有很强大的团队和有野心、胸襟的企业家。我相信京东就是最好的代表，它以后的发展空间会难以想象。

所以，京东商城的这次融资，不仅创下了国内私募融资的纪录，也可以说是私募市场成熟的一个标志。

华兴资本也很有幸参与了京东商城这样超大规模的交易，并见证了这个行业的蓬勃发展。对我们来说，这样的成绩也得来不易，这都源于我们对市场长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的专注。以京东商城为例，实际上，我是从四年前就开始和刘强东接触的，京东商城从B轮和C轮融资开始，我们就很有希望做他们的融资顾问，但由于种种原因，一直没能达成所愿。但我们坚持不懈地和京东商城以及刘强东接触，我就曾给刘强东说过："我就不信这邪，我们一定要为京东做点儿啥。"这次总算是赶上了，一起做了件扬眉吐气的事情。

除了京东商城外，诸如点评、迅雷等这些客户，我们都跟了很多年，投入了不少心血和精力去专注才换来了今天的成绩。这样的做法也类似于风投选项目、团队的模式。风投看好一个项目、团队后，投入的是资金，而我们也做投资，投入的是时间和感情，只要我们认准了一个客户，就会一直锲而不舍地关注和跟踪，甚至会花更多的时间去帮助和培育它们。

很多人认为，现在的市场是非常疯狂的，但我并不这么认为，现在市场火爆的背后有资金供给不平衡的原因——流动性的丰裕带来了大量的资金。但现在一个非常明显的迹象是，资金的流向也已逐渐在向私募市场倾斜；从二级市场融资向一级市场倾斜，未来一级市场还会有更多的资金进来。

微博上有网友问到，我们在这些交易中到底起到了什么作用，是不是在为高估值推波助澜。在我看来，我们在这些交易中起到的价值，最主要是提高沟通效率，解决买卖双方沟通不畅可能存在的问题，起的是一个桥梁作用，我们的参与大大提高了市场运作的效率，但要说具体达成的价格，还是要看买卖双方的意愿。

估值和价格没有绝对的评判标准，仁者见仁，智者见智。

我很赞同一个说法："投资最卓越的公司，多高的估值都不算贵。如果你投对了，就不存在投贵了的问题；如果你投错了，也不会存在投贵了的问题。"

（四）《财经国家周刊》（2012年2月1日）：上市是向社会开放的必由之路

刘强东好斗，敢于挑战行业老大。

在京东商城（下称"京东"）成立7年后，他首先挑战了支付宝。在绝大多数电商中，第三方支付平台首选支付宝，用当当网总裁李国庆的话说："支付宝的江湖地位短期之内无法撼动。"可刘强东偏偏放弃支付宝"私奔了"。

"支付宝的费用太贵了，是快钱等的4倍。每年我们都要因为支付宝的费率多支付500万~600万元。京东对支付宝还没到离开不行的地步。目前，在



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



线支付在京东商城用户支付中所占比例并不高，只有 10%，即使停掉影响也不大。”

内行人李国庆看出了门道：“京东私奔，那一定是另有考虑。”

事实上，惹到京东的不是支付宝，而是淘宝商城。淘宝商城和京东同样是 B2C，是直接竞争关系。京东使用支付宝，不得不担心自己的交易记录和用户数据很容易被支付宝抓取，被竞争对手研究。这威胁到了京东的生存，刘强东绝不能手软，不管对方的地位有多强悍。

临近 2011 年终，刘强东再次挑战阿里巴巴集团旗下专门提供购物搜索服务的一淘网。他在微博上指责，有公司擅自抓取了京东的客户评价信息，这是有违商业道德的行为。随后一淘网也彰显出行业老大的强势，主动承认被指责的对象就是自己，并回击称，这种做法是尊重互联网的透明和公正。

短暂的交锋之后，京东通过技术手段，拒绝了一淘的网络蜘蛛抓取自己网站上的所有内容。此前，淘宝网也一直利用同样的方法对百度进行屏蔽。

刘强东认为，一淘搜索抓取京东商城商品的用户评价后，存在利用搜索的比价优势最终变成超级电商门户的可能，其对京东的最大威胁是“京东的客户将被分流，或者客户流量入口被一淘所‘钳制’，并和电商行业上演赤裸裸的价格竞争”，因此，刘强东要在“一淘用户习惯未培养起来”之前拒绝一淘。

京东的做法成为电商屏蔽一淘的导火索，随后苏宁易购和当当网也加入了屏蔽一淘的阵营。

在拒绝一淘的同时，刘强东把矛头直接指向马云个人，“信息透明，为用户服务？这种骗人的鬼话已经没人信了，早晚谁给钱多，谁就排在前面，别想得到公平的信息。相反只会加重电商负担，最终还是消费者买单！”

一如挑战支付宝和一淘网一样，京东最初在网上卖电器，也挑战了国美和苏宁。当初李国庆公开调侃刘强东“你招国美干嘛？”，李国庆的意思是，做家电上游海尔太强大，你定不了规则；下游国美、苏宁也太强大，也改不了规则。可刘强东却偏偏要招惹他们，不仅如此，他还招惹了已经成为图书销售老大的当当网。在 2010 年岁末，一场针对当当的图书大战由京东发起——京东图书频道正式上线。彼时，李国庆还沉浸在融资的喜悦中，在纽交所上市的当天，他就以一副老大的口吻说：“我们随时应对一切价格战，对一切价格战的竞争者，我们都会采取报复性的还击！”

接下来，当当斥资 4,000 万元促销，京东就斥资 8,000 万元迎战。京东的图书音像以“折后半价”的价格出售当日，当当网就发起了一个“当当巨献——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愤怒的年中庆!!”的促销活动，图书音像全场满200返200，满100返60。

李国庆叫板：“如果京东能拿到十倍于我的30亿美元融资，我就缴械投降。”刘强东回应，“本想忍住不说！可是实在难受。遇到十倍于自己的对手就缴枪，绝非创业者该有的精神！用3,000万干掉3个亿的企业，才是创业者该有的追求和气质!”

刘强东从不服输，虽然京东被马云认为“这种低价买来东西，然后在网上高价卖出去的模式，是个很愚蠢的模式”，但刘强东仍然做得有声有色，2011年，京东预定销售额为260亿元。然而，对外好斗，对内专制的刘强东，并没有使京东让用户满意，供应链管理和物流仍是京东的短板，对这一点，刘强东称“需要时间”来改善。下一步，他打算把投资用在改善物流上。

电商一窝蜂似的崛起，让这个行业充满了泡沫，为了成为行业的整合者，电商们都不惜赔本赚吆喝，京东有多少底气可以在资本市场看衰的境况下继续扩充地盘？一直传言上市，却迟迟未见动作，京东能否熬过即将来临的电商严冬？

京东商城近期的一系列动作被看做为IPO搭桥铺路。

一方面，京东商城近期人事变动频繁，先有原宏碁中国大客户部负责人蓝烨出任CMO，后有Oracle原全球副总裁王亚卿出任首任CTO，再加上去年加盟京东的百度原高级副总裁沈皓瑜和凡客诚品原副总裁吴声，京东商城在短时间内搭建起一个让业内同行叹为观止的运营班底。

此外，京东商城还在四处寻找收购对象。

前不久，一家日系潮流精品B2C商城“迷你挑”被京东商城收入麾下。当时，派代网分析师表示，京东商城还将继续收购规模类似“迷你挑”的中小型B2C网站。此消息也被知情人士确认。“近期大家可能会陆续听到京东商城的收购消息。”

另一家行业领军企业凡客诚品，被看做另一家积极筹备IPO的企业。某B2C企业高管分析认为，凡客诚品报表中体现出的物流费用激增，实际上是将仓储投入尽量向前分摊，使今后的财务数字更加靓丽。陈年在今年年会上的一番讲话，更是引发业内诸多联想，甚至有坊间传闻凡客诚品将在短期内完成上市。

种种迹象似乎都表明，中国B2C网商正剑指IPO。如陈年所言，今年将是市场“优胜劣汰”的一年。而已确定上市时间表的京东商城和凡客诚品，或许会成为中国互联网企业打开纳斯达克大门的最有力竞争者。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(五)联商·资讯中心(2012年1月5日):京东商城:上市是福是祸 是利还是空

九月理应是收获的季节,但在这个季节传出京东商城要上市的消息,还是让人吃了一惊。不是说好了2012年下半年做出利润,2013年上市吗?提前进入上市程序是福是祸?是利好还是利空?颇费人们一些揣测。其实,从基本面来分析几个关键问题,比单纯看上市更有意义。

首先,京东所代表的电子商务的成长性,已经没有疑问。根据艾瑞咨询的数据,第二季度中国在线零售交易额达到1,790亿元人民币,比去年同期增长77%。今年网购人群将达1.93亿人,占中国网民总数的36%。即便如此,中国网络购物总额还只占社会零售总额的3.5%,比发达国家低不少。在美国,B2C鼻祖亚马逊高歌猛进,第二季度财报显示营收增长51%,股价大涨,市值突破1,000亿美元,已然超过沃尔玛的一倍。

那么,京东在这一蓬勃领域的地位如何?粗略算来,京东的竞争对手分为三类:淘宝商城、综合类B2C网站(如当当、卓越、麦考林)、家电连锁卖场(如国美、苏宁),其中淘宝商城一马当先,占据了中国在线零售额的49%,遥遥领先于京东的18%。但是,淘宝商城毕竟是从C2C转化而来,靠各家商铺自主经营,虽有平台优势,但运转不是自己掌控,美誉度、规模效应、配送效率都将碰到瓶颈,未来市场份额有下降之虞。

而当当和麦考林去年在美国上市后,业绩有所下滑,又遭遇华尔街对中国概念股的围剿,发展的动能受挫。而且,两者融资额分别为2.72亿美元和1.13亿美元,为下一步发展储存的资金相对有限,他们给予京东的压力也不如淘宝商城。

相比之下,家电连锁卖场和京东的竞争最为直接,也最为惨烈。价格无疑是电子商务最大的优势,毕竟可以节省一些开设实体店的成本。

但是,京东真的有成本优势吗?苏宁副董事长孙为民说,苏宁的规模效应带来的采购成本优势,足够弥补开实体店付出的额外成本;当当的李国庆也认为,京东的采购成本会比国美、苏宁高出八个点。这在前两年几乎是不争的事实,家电厂商既和连锁卖场有最低供货价保证,也害怕京东凶猛的价格补贴战术打乱其价格体系,一直对京东又爱又恨,一度很不情愿厂家直供,逼得京东经常四处找能不加价的经销商进货,然而串货对厂商又是个问题,曾经就出现过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明基声明京东卖的是水货的事件。

不堪回首的创业日子被京东挺过来了。京东今年可做到 250 亿元的销售额，更自信自己虚拟经营的成本优势会显露无遗。但根据笔者的随机抽样调查，京东与国美、苏宁相比，价格并无明显的优势，而京东却是在赔钱赚吆喝。这不能不让人满腹狐疑。问题出在哪儿？

我的看法是，瓶颈出现在赢利模式和物流上。众所周知，对国美、苏宁而言，开店只是搭建一个平台，经营成本的很大一部分都已通过各种费用转嫁给了厂商，而无偿占用厂商上百亿资金更是其赢利模式中的抓手。如果京东不能在获取上游资源方面有长足提升，其所谓成本优势将是镜中花水中月。据说，最近京东已经把之前的 2～3 周账期延长至 1～2 月，不知是资金紧张还是有意模仿对手？

另一方面，京东难以赢利也是因为电器产品的毛利的确偏低，如果说国美、苏宁还能做到 15% 以上，京东连 10% 都做不到。所以从两年前开始，顶着第一轮投资人今日资本的反对，刘强东毅然决定做毛利更高的百货产品，以期尽快赢利。这个赌注，目前来看是下对了。

最后，所有的目光都聚集在物流上，因为它是所有 B2C 企业做大规模后的命门。亚马逊从一开始就自建全国性的仓库和物流，而中国的电子商务企业，包括京东，更多把前期的钱用来争取客户上，自有物流相当弱。这就解释了为何一些消费者对京东的服务和配送怨声载道。所以，把 C 轮投资的 15 亿美元全部用于自建仓库和物流，可谓固本图强之术，代价虽大也必须咬牙坚持。

问题是，钱都到了吗？本次的上市传闻，让很多人怀疑 15 亿美元未必全部到账，或者到了也未必支撑得到 2013 年上市。我的看法乐观一些，上市既然已是板上钉钉，早些入手不是坏事，区别无非是半年到一年。在此期间，重中之重是把已有的钱用在真正提高用户体验这个刀刃上。不然，钱到了客户却没了，秋天也会寒意逼人。

（六）中原问金（2011 年 10 月 29 日）：京东商城海外上市：VIE 模式断链之忧

10 月 28 日，摩根大通亚洲董事总经理龚方雄在财富 CEO 高峰论坛上透露，摩根大通正在主刀盛大网络从纳斯达克私有化退市，遭遇海外做空的中国概念股都在尝试操作私有化退市路径。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国际投资者对中国概念股财务造假的质疑，让国内很多接受美元私募投资的公司海外上市面临被贱卖的困境，国际金融市场低迷可以等待市场好转之后再上市，但是由于中国审查海外上市 VIE 模式的传闻可能切断 PE 投资机构退出路径，这些美元私募基金开始催促管理层加速海外上市步伐，国内电子商务巨头京东商城就是这样一家公司。中国概念股形成一边掀起海外私有化退市浪潮，一边却在加速海外上市，继续往火坑里跳的火暴景象。

原定于 2013 年年初启动 IPO 的京东商城，近日被曝出计划启动 IPO 程序，计划融资 40 亿－50 亿美元。公开资料显示，今年 3 月份，京东商城才完成 15 亿美元的 C 轮融资，投资方包括 DST、老虎基金等 6 家基金以及社会知名人士，并对外宣称 11 亿美元资金已经到账。这样一个企业并不缺钱，为何要提前启动上市呢?

中国电子商务研究中心分析师认为，京东商城 C 轮融资的估值已经达到 100 亿美元，这个体量很难再进行 D 轮融资，在尚未赢利以及融资环境趋劣的情况下，尽快上市是最佳选择。

VIE（Variable Interest Entities）模式是以一种协议控制的方式躲避国内监管，实现国内企业海外上市的路径，最著名的就是阿里巴巴的支付宝事件。这一广泛应用于互联网企业境外上市的模式，随着证监会已将一份关于监管 VIE 的报告上报至国务院的一则报道而震动整个行业。

不过，由此带来的行业余震却并未平息。位于北京的某外资私募投资总监就介绍说，尽管已经有媒体的澄清，但对于他们这些以美元为主的私募基金而言，仍然在时时关注事态的发展。“比如，像现在在选择投资项目以及投资进展上，可能会受到一些影响，更加谨慎了；对已经完成投资的项目方面，也需要通过尽早上市或者是其他方式，尽可能地加快退出的步伐，以规避政策不确定性带来的不利影响。”上述人士称。

中银律师事务所合伙人律师李宝峰则认为，在 VIE 模式下，经营主体与利润主体是分开的，主要靠通过协议方式予以维系，如果一些公司想撕毁这个协议的话，就会带来法律上的风险，这对于那些欲赴海外上市的企业而言，境外的投资者就会存在一些顾虑。如果国内的政策发生变化，经营主体出现了变化，利润主体的利益能否保证也就存在疑虑。

纪源资本管理合伙人卓福民也表示，之前“上有政策下有对策”的做法在 VIE 结构上可能会碰到问题，因此还需要小心谨慎，并建议有条件的企业可以选择在国内上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（七）新民网（2011年9月14日）资金链重压考验：京东商城上市“强行军”

近日，汤森路透旗下IFR援引知情人士消息称，京东募集的资金将会达到30亿~50亿美金。京东计划于下周在北京对投资银行进行“选美”（beauty parade），从中挑选上市承销商，IPO日期初步确定在2012年上半年。这意味着京东IPO进程较预期大大提前。

它为什么要上市以及它靠什么上市？京东及刘强东必须要面对这些问题。

1. 微妙的时机

有关京东上市消息曾流传过多个版本，上周这个版本，被业界认为比较接近真相。

鉴于目前投资者对中国互联网股票并不十分看好，京东商城上市决定令人颇为意外。按照此前上市时刻表，京东商城应该在2013年上市。

有观点认为，这或许和京东年初进行的第三轮融资有关。

今年4月，京东商城从包括俄罗斯风投公司数字天空技术（Digital Sky Technologies）为首的投资者财团成功筹集到15亿美元资金，创下中国互联网公司对外定向筹资纪录。然而，有业内人士质疑，按照PE/VC行业向来的风格，所融资的数字跟最终到账的数字会有一个较大的差距——京东之所以高调宣布这个数字，被视为某种程度上自壮声势。

此前有消息称，在去年7、8月份左右，京东供货商的回款账期从通常的15~30天被拖长到2个月甚至更长，这表明京东资金链高度紧张，因此在融资过程中，投资者和刘强东签署了对赌协议，包括上市日期、赢利计划和最终回报比例。但此后刘强东公开宣布，并没有对赌协议的存在。

目前，登陆美国市场对中国公司而言，并非理想时段，PPLIVE、迅雷等公司都推迟了赴美IPO计划。因此，京东商城没有冒险的必要。如果京东商城最终选择近期启动IPO，很可能意味着面临投资者压力，即机构投资者可能期待赶快回收投资。在不能无视中国互联网泡沫的情况下，争分夺秒争取上市以回收部分投资是一种理性选择。

2. “简单”的买卖

从表面上看，京东在从事着一桩简单的买卖：它拥有大量的可变现流量，这可以视为销售的渠道和潜在的消费人流，并以此倒逼生产商，获得一定程度采



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购差价，从而获得利润。

这背后意味着市场更复杂的逻辑：当采购量和销售量大到一定程度时，像京东这种大的销售渠道应获得相当大的定价权，以及账期优势——区别于其他小规模渠道，京东的现金流来自批量采购、快速销售以及缓慢回款这个基础。

换而言之，京东是用账期差来实现现金流动的：当对外销售一宗商品时，京东并不需要大量的现金投入，而是采用上游供应商先到货，消费者立刻付款的形式；当现金流动至京东账目上时，它会选择按照一定周期回款的方式付款给生产商，这个周期取决于京东的销售量——当某种类型的产品京东占据销售优势的话，它将拥有定义回款期的能力。

在某种程度上，这就是线下国美或者苏宁翻版，只不过是采取了线上交易形式。在过去几年间，京东在3C领域尤其是笔记本电脑和数码相机类目上，它已经获得了这个权利。知情人士透露，京东2011年有三个目标，一个是销售额做到240亿~260亿，一个是图书和软百货的销售占比达到20%，一个是物流体系稳步开展。从目前来看，唯一能够完成的是第三个目标，迄今为止，3C在京东销售占比仍然高达89%。有消息说，在3C领域中，京东的回款周期甚至最长可以到超过2个月，这也就意味着，积压上游生产商的资金来扩大销售成为可能。

然而，这个体系取决于另外一环：京东的销售能力——只有当它的销售量足以遏制住供应商的外逃冲动时，它才拥有这个定义回款周期的权力。

在业内广为流传的"秘密"是，在京东优势的3C领域，小分销商占购买者比例在3成左右——也就是说，这些分销商从京东上采购的产品，甚至要比从厂家正规的分销渠道的价格更具优势。

家电领域人士称，这可能是京东在价格上进行了某种程度的补贴。"厂家出货是有一定价格体系，这个不会被打乱。而京东以回款周期的优势，向大宗采购者进行补贴，从而获得更大的销售量，从而获得更大时间的回款周期，这是一个危险的链条"。这一部分的金额据推算，每年在2.5亿~5亿——京东的销售额越大，它的亏损额也就越大。但京东商城的目标就是继续往前冲，快速获得市场份额，通过贴水实现低价——扩大销量——继续补贴。

京东商城2010年销售额为102亿元，比2009年近40亿元的销售额增长超过200%。

一家分析机构称，在针对像京东这样的垂直B2C进行估值时，他们采取的基础估值工具为PS值，也就是销售额——这或许能够解释，京东为何采取激进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手段来扩大销售额。

但这个链条总有一天会面临巨大的风险，随着更多机构投资者的进入以及IPO的实现，它将采用更为谨慎的补贴。而随着市场形势的变化，机构投资者或许也意识到，靠补贴换来的市场并不足以支持京东的未来，快速退出会是一个比较好的选择。

3."升级"的挑战

值得关注的是，随着数十亿美元投资的流入，电子商务行业竞争显著升级。随着团购网站高朋和服装零售网站凡客的裁员，电子商务行业已经初露危机迹象。

上月，京东商城以降低成本的名义突然弃用支付宝。在某种程度上，这只是刘强东面临的挑战之一。刘强东多次公开承认，京东成长的脚步正被来自公司内部的管理环节拖累。

一位已经离开京东的中高层人士说，在京东，一个业务线往往就是一个山头，当换掉一个管理者，就意味着业务线重来。而更为严峻的是，如果京东要实现刘强东所规划的目标，它必须要拥有更强的人才梯队。比如，根据行业普遍规律，京东商城为了完成北京地区5环内的自主配送，需要雇佣400多个配送员，这是一笔不小的人力成本。来自电商行业的消息称，目前京东日销售额平均在5,000万左右，而在不断刷新的销售纪录背后，是物流和信息系统面临越来越沉重的考验，但这些软实力，可能才是未来征战的关键计较。

更大挑战来自市场。互联网分析师吕伯望说，在未来五年内，京东仍将持续亏损下去，一旦上市，刘强东将无退路。

路透社专栏作者阳歌说，"如果我是一名赌家，我会押注京东商城，若决定上市，最多筹得10亿美元，并很可能更少。世事变幻莫测，京东商城若能筹得50亿美元，则需要运气"。

本书点评

印象中"京东价＝低价"，但是如果今天你还在相信这个等式，那就是很傻很天真。不赢利确实是目前京东商城的一大顽疾，从近期的动向来看，京东明显在转变策略：试图快速通过IPO扭转被动局面。从微博上看，京东除了取消运费优惠、大力引入豪华团队，接着就是涨价15%。为了挽救涨价带来的颓势，加大了广告投入力度。而业内人士分析京东的涨价行为，怀疑京东资金链是不



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是出现紧张迹象。

虽然京东商城方面否认有上市具体时间表，此前有消息传出，京东于今年初开始着手筹备，最初计划明年上市。徐新表示京东并不会急于上市，如果没有达到业绩，就不能逐利，而是会选择在企业做到非常成熟的时候再上市。

抛开猜测的真实度，从商业本质分析，我们可以看到这样的逻辑：

(1)低价竞争逻辑无法支撑渠道控制权。用户对于低价的印象并不能决定购买习惯，在乎低价的用户的选择策略是“谁价格低就选择谁”。近期不断出现的电商比价搜索进一步加速电商价格透明化，使得低价竞争成为饮鸩止渴。

(2)用户体验才决定用户的忠诚度。所谓体验已经不是简单的在线产品体验，而是电商购物全流程体验。京东如果无法解决次品率、物流安全、售后保障，原有通过低价获得的用户将会继续流失。

(3)通过单纯广告扩大业务规模的手法没有未来。京东目前的社会化营销水平处于很低的水准，广告的ROI指标无法确保行业地位。商业本质告诉我们必须以客户为中心，其中有效手段就是通过互联网与用户产生高度的互动。看似很难评估的社会化营销正是商业互动的最佳方式，回避这个环节广告ROI的难题永远没有答案。

但愿京东资金链危机仅仅是空穴来风，京东不是过把瘾就死的一场游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十一章 鸿锐集团

一、案情介绍

(一)公司简介

石家庄鸿锐集团是世界最大的一次性防护手套生产企业之一,市 50 强企业。2005 年出口创汇 1.8 亿美元,居石家庄市出口创汇第一;进口金额 7,800 万美元,也是第一名。集团注册资本 1.72 亿元人民币,总资产 15 亿元人民币。目前,该集团在石家庄、鹿泉、晋州、辛集、赞皇五大生产基地设有 10 家子公司,生产线总计 129 条,月产手套 12 亿只。主要生产一次性使用的系列 PVC 手套、丁腈手套、乳胶手套、PE 制品,产品主要包括医疗级、工业级、有粉、无粉、各种颜色、加长等,产品基本全部出口。主要市场为美国。此外,包括加拿大、英国、德国、法国、比利时、荷兰、日本等四十多个国家和地区。在生产规模、技术装备、技术水平和产品品质等方面均居国际先进水平。

鸿锐集团一贯秉承"运筹策划、质求完美、持续改进、顾客满意"的质量方针。以其丰富专业的生产及管理经验为基础,同国外多家优秀公司进行战略性合作,不断完善、拓宽产品领域,以最大限度地满足客户需求。鸿锐集团在管理、生产过程和质量控制上严格遵循美国 FDA 的 QSR 要求及 ISO9001、ISO13485 的标准,其产品符合甚至优于 ASTM 和其他相关国家的标准。

该集团目前已通过 ISO9001 质量管理认证。PVC 和 Nitrile 手套荣获美国 FDA 510K 证书、欧盟 CE 证书,并通过了 EN374 测试、美国 NSF 和欧洲食品安全接触测试,其中 Nitrile 手套还通过 CHEMO 测试。

鸿锐集团组建于 2001 年 4 月,由原国有企业"石家庄市汽车运输公司"改制而成。经过数年的发展,现已拥有控股公司 12 家,包括鸿锐公司、鸿翔公司、鸿鹰公司、鸿远公司、鸿欣公司、鸿业公司、鸿迪公司、鸿达公司、鸿方公司、鸿亚公司、帝洛森公司、鸿联矿业公司等。分布在鹿泉市、晋州市、辛集市、赞皇县等地,各子公司均属独立法人。为充分发挥集团优势,鸿锐集团对各子公司实行



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



统一采购、统一销售、独立核算的经营管理方式。

集团所属各子公司全部通过 ISO9001 质量管理体系认证，ISO13485 医疗器械质量管理体系认证，美国 FDA 颁发的 510K 证书，欧盟 CE（包括医用手套的 EN455 认证，抗化学和微生物渗透的 EN374 认证等），（乳胶手套）急救领域的美国 UL 认证，（丁腈手套）美国 chemo（拆模）认证（抗癌化疗防护安全认证），（PVC 手套）美国及欧洲的食品接触安全证书。鸿锐集团目前生产线总计 120 条，年产手套 1000 万箱。主要生产 PVC、丁腈、乳胶手套，辅以无纺布、PE 制品及止血带等医疗器械配套产品。是主要原料进口、产品全部出口的“两头在外”的股份制企业，市场遍及美国、欧洲、日本等 40 多个国家和地区。全球 PVC 手套的市场占有率为 40%，在美国医疗级 PVC 手套市场占有率达 60% 以上，占据着市场核心地位。美国经销 PVC 手套业务排名前 10 位的主流公司均为鸿锐的长期、稳定客户。鸿锐集团有着丰富的对外贸易经验，在塑胶手套行业的地位举足轻重。2005 年实现产值 15.4 亿元，利税 1.9 亿元，出口创汇 1.8 亿美元，位居石家庄市第一名。近两年来，作为世界 PVC 手套的主要生产区域的中国华北，行业协会应运而生，我集团总裁刘贵喜先生在会议上被一致公推为协会会长。

鸿锐集团始终积极创造条件、承接国际产业转移，大力发展加工贸易。在安排就业、扩大出口方面做出了不懈的努力。目前，鸿锐集团已进入新一轮发展的关键时期，充分把握市场机遇，发扬鸿锐“传承敬业、勇于脱俗、锐意创新、和谐发展”的企业宗旨，力争把石家庄打造成国际 PVC 手套制造基地，把企业做大做强，实现鸿锐集团再次腾飞。

（二）发展历程

1992 年，兴建中外合资石家庄鸿锐塑料制品有限公司。

2000 年，完成国有企业改制，实行全员持股。

2001 年，成立鸿锐集团。

2003 年跨入石家庄 30 强行列。

2005、2006 年，连续两年进出口总额位居石家庄市第一名。

2011 年 8 月 31 日，弘毅投资旗下一支规模 5 亿美元基金，获得上海 QFLP 试点资格，并投资全球最大 PVC 检验手套供应商鸿锐集团。弘毅投资的这支美元基金是当时金额最大的一支 QFLP 试点基金，其投资也是上海 QFLP 试点开启以来首笔投资。此外，弘毅投资还宣布其跨境基金投资总部落户上海，将致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力于"双向跨境并购"战略的实施。今年1月，上海出台《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，QFLP试点正式启动，截至目前，已有凯雷复星、黑石、德同资本、弘毅资本、3i集团等机构已取得QFLP试点资格。

世界最大的一次性手套生产商。

石家庄市工业50强企业。

连续两年稳居石家庄市进出口贸易第一名。

占美国医疗用一次性手套市场份额60%，国际市场40%。

二、各方评述汇集

(一)《东方早报》(2011年9月1日)：弘毅投资5亿美元QFLP基金首单投向鸿锐集团

过去半年，上海QFLP试点一直没有传出新消息。

上海外商投资股权投资企业(QFLP)试点已进入实质性实施阶段。

早报记者昨日从弘毅跨境投资基金管理总部揭幕仪式上获悉，获得QFLP试点资格的弘毅投资已在上海成立规模为5亿美元的基金，并已签署交易协议投出第一单——首单投向位于河北石家庄的全球最大PVC检验手套供应商鸿锐集团。据了解，目前上述项目结汇流程也已完成。

1. 一直在积极推进QFLP

今年1月，上海出台《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，上海QFLP试点由此正式启动。截至今年7月，包括凯雷复星、百仕通、德同资本、弘毅资本、3i集团等五家已取得QFLP试点资格。

根据上海市金融办主任方星海的介绍，QFLP试点，是在申请的额度下，让合格的LP(有限合伙人)在合格的GP(普通合伙人)的管理下，能够用这个额度把海外的资金直接换成人民币投资于国内项目的人民币基金。

"上海建国际金融中心，一直走在全国前列，在资本的进出领域，包括国内资本到国外、国外资本金进来，上海一定要做全国最领先的城市。"

但是，过去半年，除了上述消息便再无关于QFLP的其他试点细节传出。直到昨日，关于弘毅投资已经投出第一单的消息正式传出。

据早报记者了解，其实过去一段时间，上海版QFLP试点以每两个月为周期积极推进。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上海金融办还介绍，必须具有LP有出资确认函的基金才可递交QFLP资格申请。审批包括材料递送、专家初审、联合终审的三个环节。

怎样的投资机构才可以获得优先获批？据介绍，在审批中有四个优先原则，其一，是在中国有投资经验并有成功退出的优先，其二，是在高新技术投资经历、尤其是投资七大新兴产业的优先，其三，是基金机构的组织架构清晰、投资期限明确、项目储备丰富的优先，其四，是有境内机构参与的LP的优先。

2. 弘毅为QFLP设上海总部

就在昨日，弘毅投资还宣布该公司基金管理总部落户上海。据悉，该总部专为QFLP跨境投资而设立。

随着弘毅投资基金管理总部落户上海，弘毅投资在上海、北京、香港分设三个平台搭建完成，其中上海平台将专司跨境投资职能。这意味着全球资金配置中心从香港转至上海。

据悉，弘毅投资此次设立的QFLP基金规模为5亿美元，是迄今公布的最大规模的QFLP基金。

成立于2003年弘毅投资，是联想控股有限公司旗下从事股权投资及管理业务的专业公司。弘毅投资管理着美元和人民币两类基金，截至2010年，总资金规模超过300亿元人民币。

（二）财新网（2011年9月1日）：弘毅投资5亿美元QFLP基金在沪启动

获上海QFLP（合格境外有限合伙人）试点资格的弘毅投资公布了其5亿美元的基金规模，并于8月31日投出首单。

在8月31日弘毅投资2011年会开幕式上，弘毅投资与河北石家庄的PVC检验手套供应商鸿锐集团签署了投资协议。这是上海出台外商投资股权投资企业试点政策后纯外资基金第一单。弘毅方面未透露具体投资金额。

2011年1月，上海市出台《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，上海QFLP试点由此正式启动，凯雷复星基金、黑石集团、德同资本与弘毅投资等基金相继取得QFLP试点资格。

弘毅投资为此成立专项基金，规模为5亿美元，是目前获批规模最大的试点基金。弘毅投资也在8月31日举行了其跨境投资基金总部落户上海的揭幕仪式，该总部为QFLP跨境投资而设立，将致力于“双向跨境并购”战略的实施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联想董事局主席柳传志告诉财新记者，消费类行业将是弘毅投资重点考虑的方向之一，食品、医药、教育以及其他现代服务业的项目具有更多成长空间，“把这5亿美金用好，我很有信心”。

成立于2003年的弘毅投资，是联想控股有限公司旗下从事股权投资及管理业务的专业公司，管理着美元和人民币两类基金。据弘毅投资方面介绍，截至2010年，其总资金规模已超过300亿元人民币。全国社保基金为其人民币基金主要投资人，而美元基金的投资人则来自全球著名的投资机构。

（三）《解放日报》（2012年1月16日）：弘毅投资完成新基金募集

弘毅投资昨天在沪宣布，近期完成两只新基金的募集，分别是23.68亿美元的五期美元基金与100亿元人民币的二期人民币基金。去年，弘毅投资还获得5亿美元结汇额度的上海外商投资股权投资企业（QFLP）的试点资格，并且成功投资石家庄鸿锐集团，在中国实现QFLP投资第一单。

弘毅投资昨天在沪宣布，近期完成两只新基金的募集，分别是23.68亿美元的五期美元基金与100亿元人民币的二期人民币基金。其中，二期人民币基金获得全国社保基金30亿元人民币注资，弘毅也由此成为第一家连续两次获得全国社保基金入资的股权投资基金。

弘毅投资透露，尽管欧美债务危机对全球PE市场造成了巨大募资压力，但与设定的美元20亿、人民币80亿的融资目标相比较，这两只基金均实现了较高比例的超额认购。至此，弘毅投资所管理基金总额已经超过450亿元人民币（合68亿美元），在中国PE机构中取得了明显的优势地位。

弘毅五期美元基金的投资方向将依然专注于国企改制和成长性投资两大领域，并且继续推进专注于中国市场的跨境投资。据介绍，在过去的几年中，弘毅投资已经成功投资了60多家企业。去年，弘毅投资还获得5亿美元结汇额度的上海外商投资股权投资企业（QFLP）的试点资格，并且成功投资石家庄鸿锐集团，在中国实现QFLP投资第一单。

（四）《上海证券报》（2011年9月6日）：弘毅跨境投资基金管理总部落户上海外滩

成立八年后，弘毅终将其第三个运营平台——跨境投资基金管理总部落户



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"远东华尔街"上海。作为国内最大的PE机构之一，与黑石、凯雷等入驻时不同，弘毅并未选择浦东、而选了外滩，并执意寻找一幢历史老楼作为所在地，这个细节颇耐人寻味。

弘毅投资2011年会近日在上海外滩源开幕，上海市副市长屠光绍、全国社保基金理事会副理事长王忠民、黄浦区区长周伟、联想控股董事长兼弘毅投资董事长柳传志、弘毅投资总裁赵令欢等出席并致辞。黄浦区区委书记徐逸波、上海市金融办主任方星海等参加开幕式。

开幕式上，首先进行了弘毅跨境投资基金管理总部揭幕仪式。这是股权投资基金在中国设立的第一个跨境投资基金总部。资料显示，弘毅投资于2003年由联想控股发起成立，在北京建立运营平台；2008年在香港成立了自己的第二个运营平台。

对于上海总部的定位，赵令欢指出："上海平台将主要起到两个重要作用，一是外币基金的管理总部，二是国内资本参与全球资产配置的桥头堡。"

在解释为什么将第三平台设立在上海时，赵令欢说："作为国际上最重要的交易市场、信息市场、交流市场之一，作为国家战略支持的金融中心，上海是所有金融企业的'必争之地'。"

至于为何没有选择浦东、而落户外滩，并执意寻找一幢历史老楼作为其上海平台所在地，赵令欢说，以往他所参加的会晤，谈的主题都离不开投资、生意，但是周伟区长谈的却不是黄浦区的经营环境，而是大谈特谈外滩的历史和金融文化。"跟周区长的这次谈话，让我感觉找到了知音。弘毅是一家提供高端金融服务的企业，我们的人不多，相比于传统金融机构需要很宽阔的高楼大厦，我们更需要文化环境。新外滩定位新金融高地，与弘毅的企业性质吻合；黄浦区致力于外滩老大楼的修缮和改造，使之焕发出独有的金融文化魅力；黄浦区还联手'中国金融四十人论坛'设立了上海新金融研究院，吸纳全国金融方面的学术、政策研究精英。这些都是吸引我们的元素。"

揭幕仪式当日，弘毅投资宣布，已获上海外商投资股权投资企业（QFLP）试点资格，获批的结汇额度为5亿美元。弘毅投资还与鸿锐集团签署投资协议，鸿锐是全球最大的PVC检验手套供应商，上海市外商投资股权投资企业试点政策出台后，这是纯外资基金的第一单，也是到目前为止的投资最大单。

资料显示，截至2010年，弘毅投资管理的总资金规模超过300亿元；2010年被投企业资产总额5,300亿元，整体销售额1,220亿元，利税总额180亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）燕赵都市网（2011 年 10 月 10 日）：联想弘毅投资成为河北 PE 市场“大佬”

国内风险投资和私募股权研究机构清科研究中心日前发布了三季度中国私募股权投资市场报告，相关统计显示，三季度，河北省一共发生四宗私募股权投资案例，所披露投资总金额高达 1.33 亿美元，在国内各省区名列第八位，联想旗下弘毅投资该季度在河北再次入手两家传统公司。

三季度也成为河北省今年私募投资最为活跃的一个季度。此前在整个上半年，河北仅录得两宗 PE 交易，数量在全国落后。

据清科研究中心提供给燕赵都市报记者的数据，这四宗交易分别是，世纪博通投资七月向平泉长城化工有限公司投资 313 万美元，平安创新资本、宏鹏股权投资等机构七月向唐山港集团股份有限公司投资 3,000 万美元，联想旗下弘毅投资向秦皇岛中国耀华玻璃集团有限公司投资 1 亿美元，弘毅投资还向石家庄鸿锐集团有限公司做了投资，投资额未披露。

据了解，石家庄鸿锐集团是全球最大的一次性防护手套生产商，这也是弘毅投资参加合格外商投资企业试点之后作出的首单投资。

此前，弘毅投资已经大手笔收购了全国制药业巨头的石药集团，加上三季度的两宗交易，弘毅投资成为河北市场最为活跃的私募股权投资机构。分析人士表示，河北高新技术企业不多，但拥有大量传统行业的国有企业，而参与国企并购和改制升级，一直是弘毅投资在国内 PE 市场的运作特色。

此前，弘毅投资相关人士对燕赵都市报记者透露，在完成石药、耀华玻璃投资和改制之后，弘毅投资仍会继续在河北企业中寻找中意的投资目标。

清科研究中心数据显示，三季度，中国一共发生 143 宗私募股权投资交易，数量上创下了历史最高纪录，其中对外披露的 119 宗交易投资总额为 37.29 亿美元。

三季度的私募股权投资分布于 27 个省区市，其中北京市以 22 宗交易名列全国第一，山东省和广东省分别以 13 宗和 11 宗名列二三位。若以投资金额来看，广东省以 6.7 亿美元名列第一，北京、山东列二三位。这三个省区的投资总额占到了全国的一半有余。

从交易金额、案例数来看，河北三季度的私募股权投资在国内处于中游水平。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(六)ChinaVenture(2011年9月6日):投中观点:8月基金募集24亿美元QFLP试点基金启动投资

2011年8月份,中国VC/PE投资市场共有11支(含首轮完成)基金募资完成23.86亿美元。从币种来看,完成募资的人民币基金数量达到9支,美元基金仅有2支。8月份,地方QFLP试点又取得新进展,弘毅投资及英菲尼迪各有一支美元基金分别在上海和重庆获批,并分别披露了其投资首个项目,标志着QFLP试点基金正式投入运营。

1.多支大额基金开始募资24亿美元投入PE市场

ChinaVenture投中集团旗下数据库产品CVSource统计显示,2011年8月披露12只基金成立并开始募集,相比上个月(6支)增长一倍;目标规模为79.59亿美元,相比上个月大幅增长,其中,目标规模最大的一支基金为湖北省长江产业投资有限公司与中国平安集团、新加坡新达国际投资控股有限公司合作设立的湖北长江产业投资基金,总目标规模达200亿元;其次,是为上海国际集团发起的100亿元上海新兴产业投资基金,目标规模达100亿元。

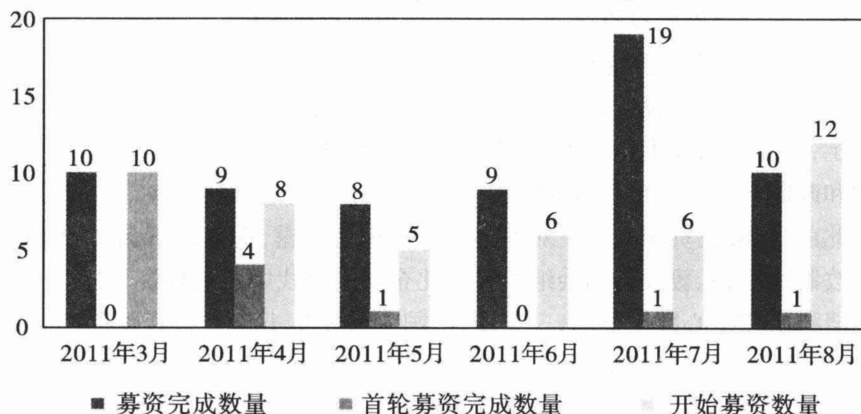


图61-1 2011年3月~2011年8月中国VC/PE投资市场募资基金数量

募资完成方面,8月份共有10支基金完成募资,募资完成规模达22.76亿美元,相比上个月,募资完成基金数量有所下降,完成规模则出现增长。其中,规模最大的一支基金为英飞尼迪重庆投资基金,该基金为英飞尼迪与重庆市巴南区人民政府合作设立的人民币和美元的双币基金,其首期5亿元人民币加5亿美元(总计约合5.77亿美元)基金募资完成,并已敲定首个投资项目。首轮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

募资完成方面，山东半岛蓝色经济投资基金 8 月份宣布完成首轮募集，规模为 1.1 亿美元，而其总规模为 3 亿美元。

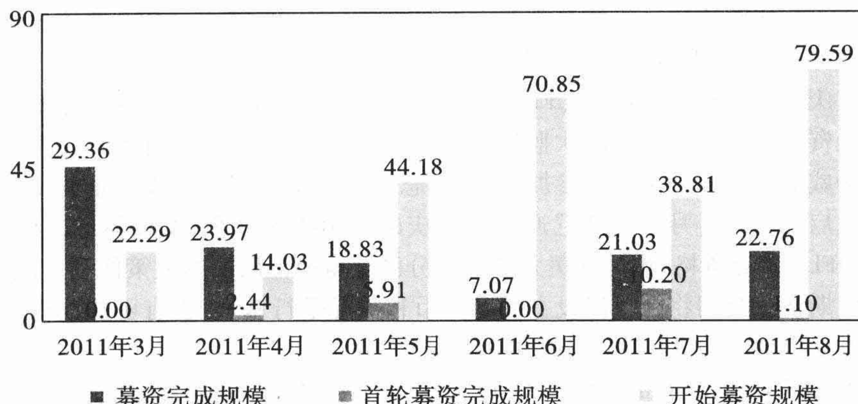


图 61－2　2011 年 3 月－2011 年 8 月中国 VC/PE 投资市场募资基金规模

从基金币种来看，本月新成立 12 支基金中，有 11 支为人民币基金，另有一支洛克菲勒家族基金罗斯洛克有限公司在天津成立的股权投资基金，将采用人民币和美元平行基金的形式，首期募集规模合计约 50 亿元人民币。

在完成募资基金中，仅有 1 支基金为美元基金，即华威开创基金，募资完成规模为 4 亿美元，其余基金均为人民币基金。值得关注的是，本月募资完成的人民币基金中，弘毅旗下一支基金为上海 QFLP 试点基金，原基金规模为 5 亿美元，该基金是目前上海 QFLP 试点获批的 5 家机构中首支披露投资的基金。此外，8 月份募资完成的英菲尼迪重庆投资基金首期为双币基金，完成规模为 5 亿人民币加 5 亿美元，该基金已经获得重庆市外商投资股权投资企业试点方案（重庆 QFLP）批准，也可视做人民币基金。

2. 沪渝 QFLP 出现新进展试点基金外资身份未变

QFLP 试点工作最初由上海开启，今年 1 月份上海市金融办发布《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，开始试行 QFLP。QFLP 试点是在申请的额度下，让合格的 LP（有限合伙人）在合格的 GP（一般合伙人）的管理下，能够用这个额度把海外的资金直接换成人民币投资于国内项目的人民币基金。

据媒体披露，截至今年 7 月，包括凯雷复星、黑石、德同资本、弘毅资本、3i 集团等五家已取得 QFLP 试点资格。此次弘毅投资获批的 5 亿美元基金不仅是目前金额最大的一支 QFLP 基金，其同期披露的投资案例也是试点开启以来首



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



起投资——8 月 31 日晚，弘毅投资与鸿锐集团签署投资协议，该交易是自上海市 QFLP 试点政策出台后，纯外资基金投资中国企业的第一单。此外，弘毅投资还宣布该公司跨境基金投资总部落户上海，据称，该总部专为 QFLP 跨境投资而设立，将致力于"双向跨境并购"战略的实施。

重庆市也于近期开启了 QFLP 试点工作，7 月 15 日重庆市召开"外商投资股权投资企业试点工作第一次监管联席会议"，会议评审通过瀚曦股权投资基金和华威盛创股权投资基金参加试点，标志着重庆市外资股权投资企业试点工作正式启动。而 8 月份英菲尼迪落户重庆的双币投资基金，据媒体称，已获得重庆 QFLP 试点资格，预计其美元基金部分已获得换汇层面的政策便利。此外，美国罗斯洛克公司将在天津设立的人民币和美元平行基金，也有可能获得了天津市方面类似于 QFLP 试点的政策承诺。

不过，以目前公布的上海市 QFLP 试点来看，其突破程度并未达到此前业界对 QFLP 政策的预期。根据上海颁布的《实施办法》，允许外商投资基金管理企业(PE)以其部分外汇资本结汇用于对募集管理的股权投资基金的出资，并批准当外商投资基金管理企业出资金额不超过所募集资金总额度的 5%，且无境外 LP 时，该基金享受"国民待遇"，不受投资领域限制。

ChinaVenture 投中集团分析认为，目前申请 QFLP 试点资格的外资机构主要有两种类型，一种是基金管理公司(GP)获得 QFLP 资格，进而在国内募集人民币基金，如上文所说，如 GP 在基金中出资不超过 5%，则等同于内资基金，但是对外资机构而言，境内募资并无优势，且将影响其原有 LP 的利益协调；另一种是基金获得 QFLP 资格，此类基金是在国外募资完成，其获得 QFLP 的意义主要在于换汇层面，其性质仍然是外资基金，如 8 月底弘毅投资获批的 QFLP 试点基金，其投资仍要受到商务部关于外资机构投资的诸多限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十二章 VANCL——超越 PPG，创造非凡

一、相关背景

（一）政策背景

随着电子商务行业的不断兴起，国家对于这个行业的发展越来越重视，相关的政策法规也越来越完善。

1. 国家政策

（1）2003 年 10 月党的十六届三中全会明确指出：大力发展电子商务、物流配送等现代流通方式，促进商品各种要素在全国范围内自由流通和充分竞争。

（2）商务部副部长廖晓淇在 2003 年的 PEC 电子商务高层论坛上表示：中国政府十分重视电子商务发展。

（3）温家宝总理在 2005 年“两会”报告中提出：大力发展电子商务，是推进国民经济信息化的重要内容。

（4）2005 年 1 月 8 日，我国第一个专门指导电子商务发展的政策性文件——《国务院办公厅关于加快电子商务发展的若干意见》颁布，明确了我国发展电子商务的指导思想和基本原则，并确立了我国促进电子商务发展的六大举措。

2. 法律依据

（1）《国际邮政公约》：任何一个国家的公民都有权力和自由向境外购买自己所需要的生活消费品（毒品、枪支和危害公共环境的物品除外）。

（2）《八国首脑会议国际公约》：任何国家不能以任何形式和理由干涉阻碍网上交易和电子商务进程，互联网上无国界，互联网管理要靠国际公约来管理，不是靠哪一个国家。

（3）《消费者权益保护法》：作为消费者，享有自主选择产品或服务的权利、有权自主选择提供商品和服务的经营者，自主选择商品品种或服务方式。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)行业背景

1. 垂直 B2C 整体发展情况

随着当当、卓越等一系列电子商务网站的迅速崛起,中国垂直 B2C 行业开始进入加速发展的阶段。经过淘宝、易趣、拍拍、当当等电子商务企业几年来的市场人气培育,网络购物开始成为现代人们生活方式中必不可少的一部分,垂直 B2C 电子商务市场被引爆,很多传统行业在此时也开始"自立门户",涉水 B2C。

零售商业形态的转变,在某种程度上,已经让单纯的传统零售企业感受到竞争的压力。正因为如此,2006 年上半年,家乐福宣布要开始建立网上商城,进军电子商务;国内家电连锁"双雄"国美、苏宁也开辟了网上商城,多数产品都实现了在线订购;而香港知名化妆品连锁店莎莎也拥有了自己的网店,并且价格比实体店还要更低。

而更值得关注的是,在商业形态处于转变的拐点时代,越来越多的企业意识到,电子商务在商业营销拓展中的重要作用,纷纷着力于电子商务的拓展。于是,一批批善于利用电子商务的专业类垂直 B2C 开始诞生并走俏市场。这些专业垂直 B2C 利用其独到的商业模式,以及互联网低成本运作的技巧,悄然成为新经济时代一支强大的商业力量。在网上,蔬菜、衬衫、IT、建材甚至钻石,各个零售消费领域,各类垂直 B2C 网络迅速崛起。

据估测,垂直类电子商务这种交易模式未来可占到整个 IT 市场 20% ~ 40% 规模,要不了多久,传统渠道销售的所有商品都可以通过电子商务购买。

2. 衬衫网络直销领域

2007 年,PPG 在衬衫销售行业掀起了一阵完美风暴。颠覆性的商业模式。互联网衬衫直销、惊人的成长曲线,成立第一年便月入百万;一流的资本支持,Google 的投资者 KPCB 在中国的第三个项目;出其不意的营销策略,电视台、网络、报纸杂志,无处不在的广告以排山倒海之势出现,不管你有没有去购买 PPG 的产品,都会对那些五颜六色的衬衫印象深刻,使得"Yes! PPG"很快成了北京、上海等一线城市家喻户晓的广告语。PPG 的"轻公司"模式开创了令国内服装业和电子商务业都为之震惊的奇迹。2007 年第四季度,PPG 的单日销售数量达到 3 万件,超过了国内市场占有率第一的雅戈尔每天 1.3 万件的销售量。2007 年销售收入超过 10 亿元,成立不过两年的 PPG 已经在收入规模上数倍于拥有七八年历史的电子商务同行卓越网和当当网,甚至逼近创立近 28 年、在中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国服装行业排名第一的雅戈尔。

PPG 的迅速崛起吸引了人们对男士衬衫直销行业的关注，巨额的利润和潜在的巨大市场吸引着广大创业者和投资者。一时间，男士衬衫直销行业风生水起，PPG 成为竞相效仿的对象。Bono、"51 衬衫"、当当网等不约而同地加快了跟进的脚步，据统计，到 2007 年年底，此类企业已经达到 65 家之多。

在众多企业之中，Bono 规模最大。据 2007 年《中国服装直销网站评价研究报告》显示，目前在整个服装直销行业中，PPG 的市场占有率已经达到 87%，Bono 的市场占有率为 4%，其他 60 家企业总和只占 9%。Bono 是由国内衬衫销售排名第四的职业套装品牌报喜鸟创建的网络直销品牌。从形式上看，Bono 是一个完完全全雷同于 PPG 的企业：网购、销售目录、呼叫中心等营销手段，在同一个男装衬衫市场厮杀。但两者又有不同。PPG 是风险资本的宠儿，2006 年下半年，风险投资商 TDF 和 JAFCO Asia 宣布向 PPG 联合投资。2007 年 4 月，美国 KPCB 风险投资公司加入第二轮投资，两轮投资规模接近 5,000 万美元。而 Bono 的后台是有着几十年市场经验的报喜鸟集团，其前期投入资金为 8,000 万元人民币，除了有温州和松江两个生产基地外，也一直有自己的代工工厂。一个属于风险资本形式的竞争。PPG 的发展依靠的是其极强的先发优势，随后又以巨大的推广成本打造出营销门槛，但在技术上难以给后来者筑起壁垒。因此受广告的影响特别大，广告的密集增长，直接完成销售的爆炸式增长。而产业资本的驱动，使得 Bono 更加注重于产业链和渠道的经营。

从长远来看，"风险资本驱动的轻公司"要确立竞争优势，必须建立其在消费者心目中的口碑——在"内功"，即产品质量、服务质量和定价策略等几个方面确立优势，才能长期占领市场。

（三）主要投资方背景

1. 联创策源

成立于 2004 年的联创策源是一家总部设在北京的风险投资公司，管理资本 4,000 万美元。该公司专注于投资早期的高科技企业和成长型的企业。强调优秀的创业团队、先进的技术以及商业模式的创新。公司目标是帮助创业者建造世界级的企业。主要投资案例包括迅雷、酷讯、豆瓣、易查、WAP 天下、凡客诚品。

该公司特别看好中国的无限制增值企业发展前景，鉴于中国无线增值价值链的具体情况和对移动互联网未来走向的预期，联创策源已经投入了大约 10



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家的无线服务企业。这些企业几乎涵盖了无线增值业务的每个领域，并且有超过一半的企业已经开始赢利。

2. IDGVC

1993 年，IDGVC Partners（简称 IDGVC）创始合伙人熊晓鸽代表 IDG 集团投资 2,000 万美元与上海科委合作，成立中国第一家合资技术风险公司——美国太平洋技术风险投资基金——中国（PTV – China）。1993 ~ 2005 年，IDGVC 用大概 2 亿美元在中国市场精心耕耘，而 2005 ~ 2009 年，IDGVC 积累的后发优势开始爆发，其掌握的资金量迅速增加到 25 亿美元，旗下拥有基金也增长至 4 只。换句话说，短短几年的时间，IDGVC 管理的基金总规模就翻了 10 倍。毋庸置疑，从运作的案例和快速翻倍资本的能力来看，它绝对已成为中国风险投资行业的领先者。

缔造"四年翻 10 倍"的神话至今被业界津津乐道，这样的惊人业绩来源于其极佳的投资能力。IDGVC 最大的能力在于对早期项目和早期创业团队的判断，在这一点上，几乎没有竞争对手。对搜狐、百度、携程、易趣、金融界、腾讯和迅雷的成功投资，都成为 IDGVC"慧眼识人"和"小投入/高产出"的典范。这与其投资特点和喜好不无关系，IDGVC 投资的企业需要具备以下条件——拥有专有技术，并在快速增长的市场中具有强大的竞争力，拥有一支在启动和经营高科技企业方面有优秀业绩的管理队伍；拥有具备保护措施的销售渠道。另外，IDGVC 偏好投资项目初期和股东结构简单的公司，也喜欢投资创新领先项目，根据企业的发展阶段及需求，IDGVC 对每一家企业的投资额通常在 100 万 ~ 6,000万美元，对于业绩良好的已投企业进行额度最高可达几千万美元的追加投资。在投资之后，IDGVC 对公司的战略引导走在时代发展的最前沿，这也给 IDGVC 带来了丰厚的收益。IDGVC 在中国的第一只基金年均回报 36% 以上，第二只基金甚至超过 50%。在这个合伙人职业经验超过 100 年的团队中，已有数个项目的投资回报率超过 100 多倍。2005 年百度上市为 IDGVC 带来 100 倍的投资收益，回报数额高达 1 亿美元；2006 年将搜房网卖给澳大利亚电信获得了 100 倍的收益；2007 年在香港上市，给 IDGVC 带来了 60 倍的收益。

不可否认的是，IDGVC 合伙人已经成为国内风险投资行业合作时间最长的专业团队，具有 IT、通讯、半导体和医学等技术背景及丰富的管理、风险投资运作经验，出色的业绩及业内的美誉，赢得了创业者及投资者的信赖，也促使其成为首个获得商务部批准成立的人民币基金。同时也使 IDGVC 赢得了知名大机构的加盟，高盛集团（Goldman Sachs）、J. P. 摩根（J. P. Morgan）、世界银行（the

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

World Bank)这些国际上最知名大机构的基金都被它收入"囊中",而慈善基金中赫赫有名的洛克菲勒基金会早已成为 IDGVC 的 LP。另外,与世界五大风险投资公司之一 Accel Partners 合作的 3 只基金,也为 IDGVC 部署投资战略扫清了资金障碍。

IDGVC 在中国投资的公司超过 150 个,成为在中国投资最多的 VC,成功退出的公司约为 30 个,其中包括百度、如家、携程、金蝶和分众传媒等。它投资的领域主要为互联网、通讯、无线、数字媒体、半导体和生命科学等高科技领域。近两年来,IDGVC 更为关注"新媒体",如大手笔投资迪岸传媒等;而同时对于互联网的情愫也不减,投资搜狐、百度、当当网和腾讯网等"第一代互联网"后,开始关注如社交网站 facebook 和无线互联网"3G 门户"等的"第二代互联网";另外,可替代能源和金融服务业,也是接下来的投资重点,这也是熊晓鸽"深挖洞,广积粮"投资理念的贯彻。

3. 软银赛富

软银集团于 1981 年由孙正义在日本创立并于 1994 年在日本上市,是一家综合性的风险投资公司,主要致力网络和电信等 IT 产业的投资,它掌握了大约全球所有互联网上市公司资产总额的 7% ~8% ,被誉为网络产业的创造者,更由于成功投资雅虎、Etrade 等企业而被喻为"互联网财阀"。经过多年的发展,软银已经成为一个大家庭,旗下拥有众多在各国(地区)表现活跃的子公司,包括软银金融集团、软银风险投资公司、软件银行资本伙伴公司、软银亚洲信息基础投资基金(软银赛富)和软银中国创业投资有限公司等。当然,软银集团公司依然是这个大家庭的核心,它通过独特的管理理念,协调大家庭中的成员公司进而运作全球的产业。

软银天生带有创新者的气质,"擅自闯入并扰乱原有秩序",孙正义此种敢为的经营风格使日本式的管理模式被打碎,孙正义本人也因其一半像比尔 · 盖茨、一半像默多克式的西方企业家形象而引人注目。孙正义有一个梦想:希望全世界各地的消费者及企业购买、出售和谈论信息科技时都想到软银。为了实现这个愿望,他口袋里装满了投资人及银行双手捧上的资金,展开了一场众人看来疯狂的大投资。跨入新世纪后,软银与欧洲名企威望迪(Vivendi)公司联合成立一个网络"孵化"公司——ATVISO 公司,协助网络公司进入欧洲大陆市场,使前来欧洲的网络公司把精力放在其核心技术上,而产品市场的开发则通过孵化系统进行,开辟了一种"时机成熟再开发市场"的新模式。

近年来,随着新兴国家网络技术的兴起,软银把投资目标聚焦到发展中国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家，软银和国际金融组织合作在100多个国家成立网际网络公司。另外，软银公司决定成立"软银新兴市场公司"，专门投资新兴市场的优秀IT公司，这使得软件银行集团公司在拉丁美洲、澳大利亚、新西兰、印度、中国和杭州等地的投资格外引人注目。在各子公司中，专注于中国投资的基金主要包括软银亚洲信息基础投资基金（软银赛富）和软银中国创业投资有限公司。

软银赛富是软银集团专注于投资亚洲的子公司，旗下有三只基金，有限合伙人包括世界最具规模的网络设备公司思科。软银赛富主要通过收购或投资成长型公司，并向其提供公司咨询和管理方法，以最大程度地提高股东价值。软银赛富在中国投资的行业主要以半导体芯片、教育行业和IT服务为主，企业发展阶段以扩张期和发展期为主。在中国风险投资10多年的历史中，软银赛富的投资保持完胜，无一败绩。其主导的4,000万美元投资盛大网络收回利润5.5亿美元的传奇案例，让软银赛富在中国私募股权投资界人人知晓，另外对环球雅思和银联商务等著名企业的运作更提高其在中国的知名度和认可度。2008年，软银赛富投资内部收益率高达84.2%，并手握70亿美元和40亿元人民币，被称为亚洲最赚钱的私募基金。

2009年7月9日，赛富基金首席合伙人阎焱在2009年中国创业投资暨私募股权投资中期论坛上表示，软银赛富正式更名为赛富基金。

软银中国创业投资有限公司（简称软银中国）成立于2000年，是软银在中国包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区的投资机构，隶属于软银国际风险基金，是软银全球战略的重要组成部分。公司致力于在中国（包括香港、澳门和台湾地区）协助优秀的创业者共同创建世界级的高科技企业，把企业带入一个有300多个遍及全球的已投资的高科技企业所组成的软银大家庭。公司主要投资于处在各种发展阶段的高科技企业，包括无线、宽带、互联网、IC设计、数字媒体、计算机硬软件等行业中优秀的企业，软银中国曾成功投资阿里巴巴、PPLive和淘宝等中国知名网络企业。

4. 启明创投

成立于2006年的启明创投致力成为一家领先的风险投资企业，与美国的Ignition Partners一起，专注于中国的科技领域风险投资，管理资本5亿美元。

启明创投的合伙人都是优秀的商业领袖和风险投资家，具备在中国及海外的丰富行业知识、企业运作实践和投资管理经验。启明创投的投资对象都是增长前景广阔，或市场地位领先，或有潜力成为领头羊、并具备长期竞争优势的企业。主要投资案例有PPStream、世纪佳缘、巨人学校、东方剑桥、触动传媒等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）融资方背景

1. 公司背景

作为VANCL的创立者，陈年从不讳言VANCL的创立最初是从学习PPG开始的。“PPG的品牌定位非常好！”这是陈年对PPG最早的评价，他一直认为PPG以自己的实践为他指明了创业的方向——网络和呼叫中心可以将衬衫和男装的生意做大，而且毛利更高。

陈年是在2007年春天一次偶然的机会听朋友提到PPG的故事。此时距他关掉“我有网”已经有一年多的时间了。从卓越出来的陈年清楚地了解PPG模式存在巨大利润空间，PPG快速增长的势头也充分证明了这个模式的可行性，空前的机遇让他再一次萌发了创业的想法。陈年迅速找到当年在卓越共同创业的天使投资人雷军，两人在第一时间达成了共识。随后的几个月里，陈年一直专注于对PPG模式的细心研究。

通过对PPG的分析，陈年发现，PPG最大的不足在于PPG更像一个电话邮购公司，而不是一个电子商务公司。电子商务和电话邮购最大的区别在于店面。电话邮购完全靠广告和目录来做销售，基本没有店的概念。就算有网站，也只不过是电子目录。因为没有店，对广告和目录高度依赖，一旦停止大规模广告投放，业绩就会大幅度滑坡。而电子商务，网站就是24小时不打烊的商店。一旦形成品牌，有了用户忠诚度，就会有大量回头客重复购买，对广告的依赖就大幅度降低了。当然，做电子商务不仅要卖东西，还要让用户在买东西的同时记住你的网站，习惯经常在你的网站上买东西。

PPG当时的网站域名是yesppg. com，这个域名非常难记。网站上的购物体验也非常不方便。PPG推广策略侧重在平面媒体和电视媒体上推广，互联网上很少见到PPG的广告，这说明PPG对“网店”不重视，缺少互联网经验。这样做导致的结果是：绝大部分订单来自呼叫中心，缺乏客户数据库，巨额的广告支出。另外，对供应商的管理控制能力不足，以及公关危机处理生涩等问题，都让陈年看到了超越的机会。

2007年11月12日，陈年正式重返B2C市场，创办Vancl. com，经营男装品牌VANCL（凡客诚品）。VANCL的运营属于凡客诚品（北京）科技有限公司，主体运作者均是原卓越网骨干班底。在该基础上，公司还补充了一批在传统服装业与品牌营销领域有经验的人才。

VANCL的寓意是陈年加雷军永远冲在电子商务最前线。（VAN代表先锋，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



C 代表陈年,L 包括雷军)凡客诚品,意思是凡人都是客,VANCL 是一个诚恳的品牌。VANCL 的口号是:要把凡客诚品打造成为互联网新族群生活方式;其品牌定位为 VANCL。凡客诚品,由互联网成就的服饰家具时尚用品品牌。VANCL 坚持国际一线品质,中产阶级合理价位,提倡简单得体的生活方式。

公司初期的经营战略是:先学习模仿 PPG 的产品思路和媒体投放思路,但核心思想是做电子商务。营销策略主要采用互联网推广,目的要让用户习惯在 VANCL. COM 上买东西。

2. 创业者背景

陈年 1969 年出生于山西闻喜。其经历丰富,1997 年他参与创办席殊好书俱乐部,并出任该俱乐部会员刊物《好书》第一任主编;1998 年 6 月他受《中国图书商报》之邀,创办《书评周刊》;2000 年参与创办卓越网,担任图书事业部总监;2004 年 2 月担任卓越网执行副总裁。2004 年 8 月带领卓越以 7,500 万元聘礼下嫁亚马逊;2005 年 4 月离开卓越创办我有网。2007 年 10 月创办凡客诚品,任 CEO。

2005 年 9 月 8 日,陈年离职仅仅 4 个月的时候,网络游戏虚拟物品销售网络"我有网"宣布运营。网络游戏虚拟物品交易市场在国外被称为网络游戏第二市场,这个市场的规模已经接近甚至超过了网络游戏第一市场的规模,在美国和韩国都有高利润、高增长的优秀公司在领导着这个市场。但在市场,虽然虚拟交易的份额同样巨大,但却停留在小商小贩和玩家自发交易这种低水平的状态,个别虚拟交易平台更是依靠倒买倒卖盗号或外挂等非法来源的虚拟物品来牟取暴利,整个市场十分混乱。网站瞄准网络游戏虚拟物品交易这一规模巨大的新兴市场,通过成熟规范的电子商务运营模式开启市场的巨大潜力。我有网在线销售大陆人气最高的一批网络游戏,如《魔兽世界》《热血传奇》《梦幻西游》《剑侠情缘》的游戏币、装备、宠物,以及其他各种各样琳琅满目的虚拟物品,同时还向用户提供代练升级等节时服务。对于铸造了中国在线销售第一品牌卓越网的陈年及其团队来说,进入虚拟交易这样一个相对细分又亟须诚信和服务的市场,可谓驾轻就熟。

"我有网"发展最好的时候曾经风光无限,受到过众多资本的追逐。然而,2006 年所谓网络游戏运营商宣布游戏免费,把收费环节转移至网游道具装备交易,一下子就把"我有网"的价值给取代了。一向自信的陈年作出了创业过程中最困难的决定:承认失败,关掉我有网,陈年的第一次个人创业也以失败告终。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在卓越的成功，为陈年累积了经营电子商务的经验，也给他带来了一支可以抵御风暴与开拓市场的经营管理团队；而“我有网”的失败，则让他更清楚地认识到，在这个瞬息万变的市场中，一个成功者，不单只依靠傲人的经验，还必须要虚心学习，才能走得稳，走得远。这一切都为之后陈年创办 VANCL 铺平了道路。

《新周刊》杂志这样评价陈年：他因为主编席殊俱乐部《好书》和中国图书商报《书评周刊》而被人们誉为“文化旗帜”，又通过把通俗和畅销放大到极致的战略，带领卓越网发展成为中国头号电子商务网。而在 2008 年，他用短短一年的时间，把 VANCL 打造成全中国最大的服装互联网直销品牌。无疑，陈年带领 VANCL 创造了互联网世界的又一神话。

（五）公司发展历程

2007 年 6 月，由陈年及卓越网前骨干团队成员创办。

2007 年 7 月，第一轮融资由 IDG 和联创策源投资。

2007 年 10 月 18 日，在《读者》第一次投放广告，网站正式上线。

2007 年 12 月，第二轮融资由软银赛富和联创策源、IDG 共同投资。

2008 年 2 月，投放互联网广告，奠定中国互联网营销领先位置。

2008 年 7 月，第三轮融资由启明创投和软银赛富、IDG、联创策源共同投资。

2009 年 4 月，凡客诚品服务全面升级，开创多项行业先河。

2009 年 5 月，VANCL 通过国家高新技术企业认证。

2009 年 6 月，启动 Bra－T 抢购，大举进军女装市场。

2009 年 6 月，童装上线，正式进军童装市场。

2009 年 7 月，北京市副市长程红一行专题视察凡客诚品。

2009 年 8 月，启动帆布鞋抢购，产品线向 85 后群体拓展。

2009 年 9 月，艾瑞咨询发布《2009－2010 年中国服装网络购物研究报告》，VANCL 以 28.4% 的市场份额，继续在自主销售式服装 B2C 网站中排名第一。

2009 年 12 月，公司以连续三年成长率 29576% 获得“德勤 2009 高科技高成长亚太区 500 强”第一名。

2010 年 1 月，中共中央政治局委员、北京市委书记刘淇一行来到凡客诚品就“支持民营经济，加快自主创新示范区建设”进行专题调研。

2010 年 3 月，荣获“中国服装品牌年度大奖创新大奖”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2010 年 4 月，签约韩寒、王珞丹为品牌代言人。

2010 年 4 月，完成第四轮融资，由老虎亚洲基金领衔投资。

2010 年 5 月，户外广告全面推出，广告文案“凡客体”成为互联网热点。

2010 年 5 月 18 日，凡客诚品旗下网站 V + 正式发布。

2010 年 12 月，完成第五轮融资，由联创策源领投，IDG、赛富、Tiger 等追加投资。

2011 年 2 月，凡客诚品推出手机凡客网和移动客户端，进军移动电子商务领域。

2011 年 3 月 18 日，凡客诚品社区化营销平台“凡客达人”正式上线。

2011 年 4 月，签约知名演员黄晓明作为 VANCL 帆布鞋产品的代言人。

2011 年 4 月，联袂 120 位设计师推 1,500 款图案的 VT，在产品设计、营销推广方面做了多处创新。

2011 年 5 月，武汉、成都、西安、济南、沈阳等多地仓储陆续投入使用，自建物流如风达，也实现了对开仓城市的 24 小时配送。

2011 年 5 月 5 日，凡客诚品帆布鞋形象代言人黄晓明的首支广告视频片通过新浪微博首发，8 小时转发量突破 12 万，创下新浪微博单日转发历史的新纪录。“挺住体”火暴网络。

2011 年 5 月 18 日，凡客诚品旗下网站 V + 成立一周年，服务升级与凡客同步，260 个城市可实现 30 天无条件退换货。

2011 年 6 月，完成 F 轮融资，由淡马锡、中信产业基金、嘉里集团投资，IDG 跟投。

2011 年 6 月，凡客诚品 VANCL 的化妆品频道正式上线，推出自有品牌 Miook 妙棵。

2011 年 7 月，首次在主流电视台投放广告，涵盖央视 1、3、5、6 套以及江苏卫视、湖南卫视等区域卫视的多个热播节目。

2011 年 10 月 10 日，签约李宇春为代言人，“生于 1984，我们是凡客”的广告 12 小时微博转发量过 20 万。

2011 年 10 月 11 日，凡客诚品旗下网站 V + 商城加盟腾讯超级电商平台 QQ 网购。

2011 年 10 月 20 日，《史蒂夫·乔布斯传》官网上线，网友可随书获赠印有乔布斯头像或经典语录的纪念 T 恤与胸章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

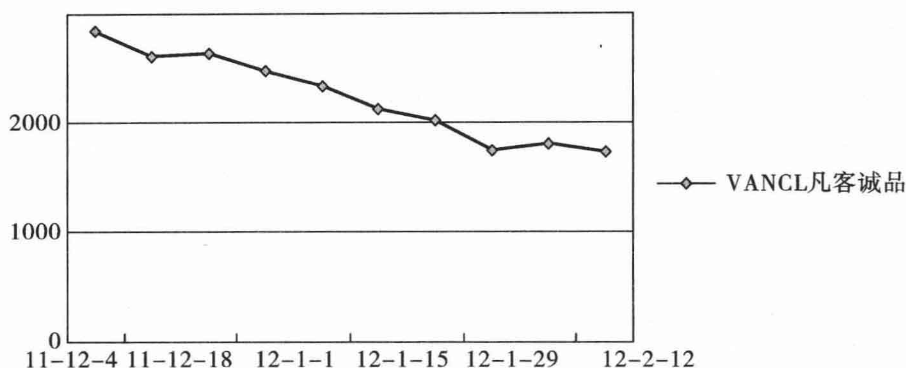


图 62－1 VANCL 类周覆盖数走势图

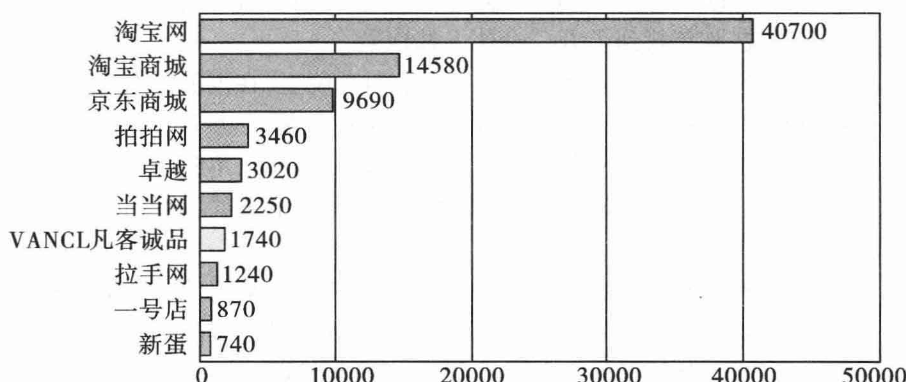


图 62－2 VANCL 类网站/频道周均覆盖数统计排名

(六)VANCL 历次融资过程

电子商务在中国的发展已有 10 多年的历史，也是一个非常有前途的行业。马云在 1999 年创立的阿里巴巴成为 B2B 电子商务网站的一颗明星。之后，他于2003 年创立了淘宝网，同时开通了 B2C 和 C2C 业务，解决了几十万人的就业问题。这些成功的案例激起了无数人的创业激情，而 VANCL(凡客诚品)就是其中的典型代表。

凡客由原卓越网创始人陈年先生创立，著名风险投资人原金山集团总裁雷军是其股东之一。两者均为互联网上的知名人士。品牌的名称是其创始人陈



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年和品牌咨询专家、艺术家、演艺界人士、文化人士集体智慧的结晶。它有中文名字，叫凡客诚品，意思是凡人都是客，他们是一个诚恳的品牌。

谈到创业的动力，陈总告诉记者，有一天他和雷军看到 PPG 这家公司，觉得这个模式非常好，轻资产结构，又是电子商务行业的通行做法，于是，他们就决定创办网购服装品牌公司。因为他们相信，电子商务在未来一定是大趋势，而且，服装行业的利润率比图书等要高些。

由于陈年和雷军与创业投资圈相对比较熟悉，在投资圈人脉资源也比较广博。所以，他们的融资与别的创业家比较要容易多了。

VANCL 是 2007 年 10 月上线的。而在金融海啸之前，VANCL 已经完成了三轮数千万美元的融资。

1. 第一轮融资：公司还没设立，就融了两百万美元

2007 年 7 月的某天下午，雷军和陈年分头去找 VC 谈谈。雷军找到了联创策源合伙人冯波，陈年找到了 IDG 合伙人林栋梁。

联创策源办公室在北京秦老胡同的一个四合院里，在冯波的茶室里，雷军先谈了卓越网的光辉历程，谈了对 PPG 不足之处的分析，然后讲了 VANCL 将如何做。由于冯波对 PPG 模式非常了解。两人聊得很投机，不到半小时时间，冯波就拍板同意投资。冯波最后还开玩笑说，他还有一个条件，就是让他见见传说中的陈年。

当晚，陈年和 IDG 的林栋梁谈得也非常顺利。林栋梁问他，是不是下定了决心要办 VANCL，他说是的，最后，林栋梁说他回去和其他合伙人商量一下，过几天答复。第二天，林栋梁就来电话说，IDG 也参与投资。

就这样，VANCL 公司还没有注册，联创策源和 IDG 就承诺了各投一百万美元。

2. 第二轮融资：开业不到两个月完成了第二轮融资

2007 年 10 月 18 日，VANCL 正式上线了。VANCL 的横空出世，快速蹿红，引起了投资圈极大的反响。那时几乎每天都有人问 VANCL 是否融资，逼得管理层思考，是立刻融资，还是做大一点后再融资。

2007 年 12 月下旬，董事会召开了紧急会议商量，做出了立刻融资的决定。冯波希望 VANCL 尽快完成融资，不要花太多的时间，主要精力还是要放在业务上。当时 VANCL 业务在高速成长，同时还面对一个强劲的竞争对手，当时的确没有太多精力谈融资。

管理层仔细讨论了融资策略后，一致同意公司产品定价可以适当低一点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但关键在于速度。管理层计划两周内完成整个融资过程。这对 VC 来说,是一个相当苛刻的条件。

陈年、雷军他们立刻约谈了几家最有兴趣的 VC 一起谈,这几家兴趣都非常大,响应速度非常快。其中软银赛富合伙人羊东兴趣最浓厚,但他们处在非常不利的位置,因为他们所有合伙人都在新西兰开会,一周后才能回来。当时,VANCL 的态度非常明确,谁的速度快就选择谁。在这样的情况下,羊东做出了巨大努力,他们在新西兰召开了一个紧急决策会,当天下午五点就打电话给雷军,他们通过了。软银赛富作为国内管理十多亿美元资金的顶级投资者,合伙人全部在国外,通过电话沟通,只用了几天时间就拍板了投资 VANCL,这是一件很不容易的事。

当天下午七点,另外一家大牌 VC 也通过了决策会,其实,他们的决策效率也极其惊人,但遗憾的是晚了两个小时。

最后 VANCL 选择了软银赛富。2008 年 1 月初,钱就到账了。

4. 第三轮融资:六天搞定数千万美元的投资意向书

经过七八个月的努力,VANCL 的业绩扶摇而上,到 2008 年秋季,VANCL 已经成为了服装电子商务的第一品牌。

这个时候,VANCL 迫切需要融更多的钱,引入国际一线品牌的供应商来提升产品品质。管理层深知:产品的品质和口碑是公司的生命线,没有足够的资金很难说服优质的供应商。董事会商量后决定启动第三轮融资。这次 VANCL 计划融资几千万美元,根据前期和各家 VC 沟通的情况,管理层制定了一个周密的融资方案。

端午节后第一个工作日,也即 2008 年 6 月 10 日上午,VANCL 的融资开始了。陈年、雷军给最有兴趣的六家 VC 打了电话,说明了其融资条件,他们提出的要求是希望两周之内签订投资协议,然后一个月内完成融资,谁先同意就选谁。

凡是融过资的创业者都知道,出了第一版的 Termsheet,一般来说,不花上几个星期的时间,不改上七八个版本是很难完成的。

于是最繁忙的一周开始了。雷军每天都有十多个电话会,并到各家 VC 拜访,交流公司情况,回答投资者的各种问题;从当天下午开始,几乎每天都有投资者到 VANCL 办公室来了解情况,忙的时候,陈年也需要在不同的会议室同时接待不同的投资者。

周四,VANCL 就收到了第一份 Termsheet 草稿,这是启明创投童士豪给的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他非常看好 VANCL,很快说服了他们的投资委员会。

于是,VANCL 协调公司律师,已投资的三家机构合伙人、项目经理和律师,开始讨论启明的文件,提出修改意见,然后反馈给启明。几乎每半天一个版本。VANCL 一边在和启明谈条款,另外一方面同时接待启明的尽职调查。终于在周日下午,所有人达成了一致意见,确定了投资意向书的最终版本。晚上八点,所有人都在文件上签字了。而这一过程,仅仅只有六天时间!

一个月后,2008 年 7 月 15 日,这次融的几千万美元全部到账了。今天想想,如果晚两个月的话,金融海啸开始了,结果会如何?

4. 第四轮融资:获得老虎基金 4,000 万 ~5,000 万美元规模的投资

2010 年 4 月 28 日,据消息人士披露,B2C 厂商 VANCL(凡客诚品)获得老虎基金 4,000 万 ~5,000 万美元规模的投资。这也是 VANCL 上市之前的最后一笔融资。上述消息人士称,VANCL 已经启动明年海外上市的相关筹备工作。

5. 第五轮融资:凡客诚品第五次融资达 1 亿美元

2010 年 12 月 1 日消息,凡客诚品已于 11 月完成总额共计 1 亿美元的第五轮融资,投资方来自联创策源领投,IDG、赛富、老虎基金,并未有新的投资机构加入。

今天,VANCL 已经成为了服装电子商务的绝对领导者,网上服装的第一品牌。回顾过去,陈总总结了 VANCL 融资成功的原因:

(1)PPG 在前面帮他们验证了商业模式,为 VANCL 创业及融资奠定了良好的基础。

(2)VANCL 的融资成功,关键在于不断增长的业绩。支撑这个业绩的,是产品品质以及用户的认可。陈年领导的成熟电子商务团队,用一年时间逐步向市场证明了他们的执行力。

创业以来,VANCL 保持年均 300 倍的增长率,在 2009 年销售额突破 5 亿之后,预计 2010 年,他们可以做到 20 亿。

(3)创业者的素质。投资人对陈年的履历有了解,会给出基本的判断。此外 VANCL 有一个卓越背景的创业团队,战斗力很强。

(4)电子商务行业前景很好,VANCL 的商业模式也具有独创性,自然受 VC 们青睐。

(5)投资圈朋友的鼎力支持,联想投资朱立南的建议,联创策源冯波、IDG 林栋梁、软银赛富羊东和启明创投 Hans(童士豪)的果断决策和投资,这些投资界的老大一起造就了 VANCL 的奇迹!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

VANCL 离最终的成功还有很漫长的路要走。但坚信，在用户、供应商和合作伙伴支持下，在所有员工的共同努力下，VANCL 一定会交出满意的答卷。

二、各方观点汇集

(一)《南方都市报》(2008 年 8 月 4 日)：VANCL 再获数千万融资超卓越明年实现盈利

7 月 29 日，衬衫电子商务直销网站 VANCL(凡客诚品)对外证实，公司完成第三轮数千万美元的融资，此次融资除了引入了新的投资机构启明创投之外，IDG、联创策源以及软银赛富作为前两轮投资者也分别进行了跟投，而从 2007 年 10 月 18 日上线运营后，由陈年、雷军等人创办的 VANCL 在第三轮融资中的估值已经超过上亿美元，超过二人当年卓越网由亚马逊收购的 7,500 万美元价格。

"PPG 模式"可以说是 2007 年营销最热的一个主题词。随着今年上半年关于已经融资 8,000 万美元的 PPG 资金链断裂等消息的曝光，使得人们对 PPG 这个曾炙手可热的品牌的命运欷歔不已。而 VANCL 的融资，又是否将迎来"PPG 模式"的最终黎明？

1. 营销成本远低于 PPG

在此次融资后，VANCL 创始人陈年表示，"成长速度和发展潜力，这是投资方 IDG、联创策源不断增资的原因。"此外，而 VANCL 在营销成本方面远低于 PPG，也是成本投资者看好的另一重要原因。

2007 年，"Yes！ PPG"的电视广告曾经风靡一时，而对此，PPG 方面曾解释称，"互联网广告只适用于成熟品牌做推广，新品牌的建立仍然要在传统的媒体投广告。"不过在使得 PPG 品牌声名鹊起的同时，这也使 PPG 在 2007 年的市场推广费用达到 2 亿多元人民币，陈年表示，PPG 的广告投放"过于烧钱"以及没有做好相应的服务，是其致命的弱点。

虽然也是同 PPG 类似的商业模式，将网络和目录销售引入男士衬衫标准化的领域，通过大幅度降低传统服装销售的渠道费用，使消费者能够以更低的价格买到"定位白领"的服装，出身于互联网的陈年，在 VANCL 中采用的推广模式，主要是通过"按效果付费"的互联网广告宣传。

2. 预计明年实现全面赢利

据悉，VANCL 内部预计在明年实现全面赢利，同时也开始考虑上市等



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问题。

不过，VANCL的竞争对手也并未放弃努力，其中就包括来自传统服装业的Bono等网站，而对此陈年则表示，“他们有自己的包袱，线上线下的价格差距不能太大，因此，除非彻底抛弃传统的渠道，否则网络营销的价格优势，他们无法分享。”

而与此同时，也有业内人士表示，今年以来，传PPG方面在反思投放声势太大，反而造成“前人栽树，后人乘凉”的广告浪费，因此要收缩阵线，韬光养晦，转而采用短信营销、CRM（客户关系管理）等多种方式结合的推广，看来由PPG引发的这一轮“轻公司”之间的追赶仍不会结束。

（二）（2009年12月11日）：凡客诚品两年内获得三轮风投

2009年12月10日，由全球会计师事务所德勤评选的2009年度高科技、高成长亚太区500强在香港出炉。北京服装网购企业凡客诚品（VANCL）以三年来接近300倍的惊人增长率名列榜首，这一增长率是榜上第二名企业的四倍。据悉，这一排名是德勤根据参选公司连续三个财政年度的营业额增幅，排列出亚太区内发展迅速的高科技公司，评选标准主要依据企业经营业绩增长的幅度。在今年排名前20的企业中，中国内地共占了八席，彰显出中国高科技企业的活力与成长潜力。

从一家男T恤网商逐渐扩充为大型服装网络销售平台的凡客诚品，无疑是今年最大的“黑马”。该企业在过去三年中年收入增长率达到29576.86%。来自艾瑞咨询的统计数据显示，在服装自有品牌B2C网站当中，凡客诚品在2009年以28.4%的市场份额排名第一。2009年5月，凡客诚品被认定为国家高新技术企业。

记者获悉，凡客诚品从今年开始正式进军女装服饰，并上线鞋类商品，目前已拓展涵盖至男装、女装、童装、鞋、配饰五大类产品线，每日销售服装数万件。这家电子商务企业的成长奇迹，也引来了投资者的竞相追逐，两年内，软银赛富、IDG、联创策源、启明创投等国际知名风险投资商已对VANCL进行了三轮风险投资。

“截至目前，我们接触到的客户群为200万到300万，仅为中国总共达3亿城市消费者中的冰山一角。”凡客诚品首席执行官陈年认为，凡客诚品在未来依然具有高速成长的潜力。今后，凡客诚品将通过服务创新以及提升客户体验来实现增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管2009年全球经济危机肆虐，但榜单上的高科技高成长企业都显示出了顽强的“生命力”。德勤全球科技、传媒和电信业主管合伙人巴克尔认为“创新”是这些上榜企业的一个共同秘诀。“高科技产业的一大特点，就是在面对席卷全球的经济危机时，仍表现活力和维持增长。而今年这些高增长企业在服务市场时勇于突破以及持续创新，为它们带来了最大回报。”

（三）《京华时报》(2010年3月10日)：凡客诚品洽商第四轮融资年底或在美IPO

京东商城今年刚宣布获得超过1.5亿美元的第三轮融资后，由互联网资深人士陈年和雷军创办的服装B2C网站VANCL(凡客诚品)正在洽商第四轮风险投资，凡客诚品内部人士昨天向记者证实，此次融资额度最起码是“亿万美元级别”。

“我们目前确实在沟通中”，上述人士向记者透露，软银、凯雷等PE都在与凡客诚品接触，但凡客诚品对各家尚在评估阶段。该人士还表示，最起码是1亿美元起步。

2008年8月，VANCL完成第三轮3,000万美元投资。而VANCL第一轮投资来自创立之初。据悉，前两轮投资获得资金超过1,000万美元。

业内人士预计，此次第四轮融资，或将是凡客诚品计划上市前的最后一轮融资。有消息称，VANCL已启动年底美国上市计划，对此，雷军接受记者采访时并未否认。

（四）《财新网》(2011年11月12日)：凡客诚品拟融资7亿美元拟本月底登陆纳斯达克

从知情人士处获悉，凡客诚品计划于今年11月底登陆美国纳斯达克，拟融资6亿至7亿美元，略低于此前媒体报道的7.5亿至10亿美元。目前处于静默期，投资者教育和路演工作正在紧锣密鼓地开展中。

此前团购鼻祖网站Groupon于11月4日成功登陆纳斯达克，发行价为每股20美元，超出市场每股16至18美元的预期。开盘价为每股28美元，大涨40%。在预定发售3,000万股的同时增发500万股，共计出售3,500万股，占总流通股本的5.5%，共募得资金7亿美元。

本次IPO认购过程中，Groupon最终定价高于此前估值中间价3美元，使得



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Groupon 市值高达 127 亿美元，并获得了 10 倍以上的超额认购。

据知情人士透露，此次凡客希望借助 Groupon 成功上市的东风，抓住这一时间窗口，尽快登陆纳斯达克。另外，美国投资者对中国互联网概念股兴趣不减，此次投行进行投资者教育和路演的重点，也将放在美国市场，而非欧洲和亚洲。最终募集资金规模，还要看投资者的反馈和市场反应如何，也不排除超募的可能性。

中国在线零售商凡客诚品（Vancl）已聘请了 5 家投行负责其首次公开发行（IPO），包括花旗集团（Citigroup）、高盛（Goldman Sachs）、瑞信（Credit Suisse）、摩根士丹利（Morgan Stanley）和中金公司（CICC）来管理其上市事宜。

互联网研究机构艾瑞咨询集团（iResearch）的数据显示，凡客诚品是中国最大的服装零售商，去年交易规模达到 18.5 亿元人民币，在所有在线零售商中排名第五，排在淘宝商城（Taobao Mall）、京东商城（360buy. com）、亚马逊卓越网（Joyo Amazon）和当当网（Dangdang）之后。

VANCL（凡客诚品），由原卓越网创始人陈年创立，2007 年 10 月正式上线，立足做互联网时尚生活品牌。凡客诚品先后完成 5 轮融资，总额达到 2 亿美元。

（五）《南方都市报》（2011 年 12 月 9 日）：凡客 IPO 受阻

在 11 月 30 日之前，凡客诚品（VANCL）以“网络营销神话”“中国服装 B2C 一哥”的姿态示人。但在这一天后，其元老级创业人物、风靡全国的“凡客体”策划者吴声的一纸辞文，将凡客推到“IPO 不畅、现金流断裂”的风口浪尖。

而麦考林最新发布的财报也显示，其第三季度净亏 1,440 万美元。服装电商，谁能“HOLD”住？凡客 CEO 陈年跳出来反击，“挺住，意味着一切。”并在 12 月 3 日晒出融资成绩单：凡客 5 个月前已完成 F 轮融资 2.3 亿美元。

与此同时，一位匿名的凡客老员工迅即发表标题为《凡客还能挺多久》的系列博文，踢爆“凡客有六轮 4.2 亿美元的融资，但四年累计亏空可能超过 20 亿元。另外，十几亿元的库存积压和数亿元的供应商货款，是横亘不去的两大难题。”博文直指凡客入不敷出，危机重重。

尽管凡客回应称匿名博文不属实。但这些言论的发表，一次又一次地刺激着人们的神经。谁会重蹈 PPG 覆辙？谜题待解。

借鉴 PPG 经营衬衣、T 恤等基础款服装，凡客走上了快速扩张的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据凡客公开透露的数据，其销售额为 2008 年 1 亿，2009 年 5 亿，2010 年 20 亿。接下来，凡客 CEO 陈年预计 2011 年的销售额将“一飞冲天”到 100 亿元，2015 年销售业绩更是飙升到 1,500 亿元。

100 亿大致是什么层级的服装公司？1,500 亿又是什么概念？

衣联网 CEO 于华告诉南都记者，“中国目前最大的服装企业是美特斯邦威，2011 年预计增长 40% 至 105 亿元。以此类比，凡客已经是中国最大的服装品牌。不同的是，美特斯邦威的百亿销售额大约由 1,000 个 SKU（库存量单位）赚取，而凡客宣称，其 SKU 多达 1 万。另外，中国的服装零售总额约为 1 万亿/年，服装批发总额约为 1,500 亿/年。倘若凡客真的做到 1,500 亿规模，则意味着，每四个中国人中就有一个穿凡客的衣服。”

外界质疑，SKU 太多实则代表存在大量产品滞销，譬如，凡客会将牛仔品类细分为烫花牛仔裤、脱色牛仔裤等等很多个 SKU，但随着流行风潮的改变，很多花色的 SKU 很难创造出销量，几乎等同于无效。而陈年的回应也很干脆，“如果是四年前，我还纠结一下是不是品类过多。凡客是购物体验造就的品牌，我们只看看用户是否接受凡客。”

“传统服装品牌是按照‘20/80’的规则出牌，只要锁定 20% 的目标消费人群就能创造 80% 的业绩。而凡客跟 PPG 一样，追逐的是‘长尾效应’，只要满足所有人的所有需求，就能降低边际成本。”昭邑零售商业咨询首席分析师刘晖如此解释。

既然，凡客是承上启下的“PPG 版”服装品牌，靠广告轰炸赚取规模和口碑，自然也在情理之中。

《凡客还能挺多久》一文写道，“凡客一年网络广告保守估计得 15 亿元。其近几年李宇春等四大代言人的代言费及户外路牌广告投放，以及今年短暂的电视广告投放，累计也已超过 10 亿元，2011 年投放至少 4 亿。若以凡客 2011 年实际销售额 70 亿元计算，销售额 70 亿 - 网络广告 15 亿 - 代言人投入 4 亿 - 物流 2.1 亿 - 服装成本 50 亿 = -1.1 亿。”

不过，凡客方面表示，此文的说法不属实，准确的数字公司不方便透露。若按陈年早前向媒体透露的凡客在 2011 年销售规模将达 100 亿、投放广告规模达 10 亿元计算，广告占营业额的比例至少也是 10%，相比之下，中国男装或运动品牌一般的广告支出占营业收入是 1.5%，女装由于款式多变，鲜打广告。此外，媒体透露的凡客招股说明书显示“凡客物流成本占总收入的 20%，采购成本



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



占总收入的67%”，如此匡算，100亿销售额－广告10亿－代言人4亿－物流20亿－采购67亿＝－1亿。

当然，现在整个电子商务领域的公司都处于亏损状态，麦考林最新发布的财报也显示，其第三季度净亏1,440万美元。哪怕凡客还在亏损，陈年用来比较的是，“卓越用了六年时间过亿，凡客只用了一年。”———陈年说，挺住，意味着一切。

挺住，意味着凡客手头得有足够的钱来烧。IPO是赢得融资的最佳途径，也是最后的机会。

最近一段时间，关于凡客诚品赴美IPO的传言四起，有消息称其IPO交易的五家投行分别为中金、花旗、瑞信、高盛和摩根士丹利，最多融资10亿美元。甚至，银泰网CEO廖斌曾爆料称，凡客已于11月5日递交上市申请。

在这个当口上，元老级创业人物吴声辞职，将凡客推向“IPO不畅，融资无门”的风口浪尖。12月3日，陈年亮出压箱底珍藏，声称凡客5个月前已完成F轮融资2.3亿美元。

问题是，“凡客的库存至少十几亿，人员工资每年至少5亿，据统计，凡客供应商的未付账款也已高达数亿元。”《凡客还能挺多久》的博文提到，“尽管有六轮4.2亿美元的融资，但四年累计亏空可能超过20亿元。”

网络流传的凡客招股说明书也显示，“2011年9月结束时，凡客公司库存价值达2.3亿美元。”但值得注意的是，“零售业的一般做法都是在国庆前囤货，倘若季末清仓，即便是最苛刻的供应商，也可以退货10%以上，有库存也不一定‘死库存’。更为关键的是，凡客采用的是‘大凡客品牌覆盖小工厂品牌’的代销制，绝大多数SK U是从没有能力做渠道的加工厂采购，有库存产生也是可以退的。”刘晖说。

事实上，今年7月，凡客就降低跟网盟合作佣金，比例自16%调低至10%。但是，隐患却从另一个地方浮起，“当年，压垮PPG的最后一根稻草，其实还是‘产品质量’，因为资金链收紧，PPG拖欠工厂货款，代工厂必然就会偷工减料，一旦品牌被消费者抛弃，倒下就是早晚的事。”从事服装行业近十年的韩勇（化名）告诉南都记者，“凡客会否重蹈PPG覆辙，关键看2012年春节过后第一季度的表现，若凡客在那时疯狂促销清仓，则是病入膏肓。”

回到强调产品质量、服装设计风格的原点，也许这才是陈年真正担心的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书点评

很明显，凡客并没有到失去控制那么糟。

其实细究起来，陈年面临这些危机都还并不是很大的问题，因为负面的谣言是出在经营层面，在与消费者沟通的品牌层面与销售层面上，凡客并未出现什么波动，依然在以一种固有的姿态传达着“高性价比、快时尚、80后、平凡但不平庸”等凡客体的品牌气质；而这些也是深得目标消费者认可的一种价值理念。

消费者要的东西很简单。这件衣服是我喜欢的，这个价格是我能够接受的，我就有理由掏钱去买。

凡客在高节奏传播攻势下，自伤元气是不可避免的，但是把财务上的数据算来算去后，却往往会忽略一点，就是其所带来的迅速蹿升的品牌价值。从凡客的成长来看，经济的冬天同样也是品牌的春天，凡客用三年的时间把品牌理念深深植入了目标消费群，以资金上巨大的代价换来了一个互联网品牌巨头的树立，一个巨大电商市场的定价权，这笔巨大的无形资本才是凡客现在最大的财富。

所以凡客现在最重要的问题也许并不是资金，因为凡客的投资者会随时搞清实际状况并做出他们的判断。重要的是，如何在继续提升品牌和销售的同时，采取有力措施使团队的工作稳定且高效地开展，避免因各种传言造成人员的出离，导致骨干团队的剥离。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六十三章　安信地板获得凯雷集团私募投资

一、案例介绍

（一）公司简介

安信伟光（上海）木材有限公司（以下简称“安信伟光”，英文简称“A&W”）其前身是1994年创立的中国地板领军企业——上海安信地板有限公司与全球最大私募投资基金之一——美国凯雷投资集团共同投资设立的外商独资企业，总部设在上海。

安信现已发展成为中国著名的跨国木材企业集团，1995年十月安信商标经国家商标局批准注册，目前安信商标已加入马德里协约，受到数十个国家的法律保护。

安信伟光是一家集整合原料、采购、加工、成品、流通、销售各环节优势的端到端垂直一体化企业，集全实木、多层实木、强化系列，并开发生产高档的钢化地暖实木地板、艺术地板、拼花地板及别墅、卫浴、户外地板，且拥有多个新工艺专利产品。

安信地板曾多次参与国家重大项目建设。2007年，安信地板承接北京2008年奥运会运动员公寓地板铺装项目。2008年，安信地板与万科集团、中海集团、绿地集团、复地集团、龙湖地产、富力地产、河北开元、绿城集团、仁恒地产等中国房产百强企业结成战略合作伙伴。2009年，安信地板成为2010年上海世博会（中国）民企联合馆地板赞助商，产品成功中标铺进世博中心桥面工程用材。同年，安信地板成为2010年广州亚运会运动员公寓、媒体村、官员休息中心使用产品。连续服务国际盛事的安信地板以其精良的产品品质、过硬的技术实力、配套的服务体系赢得了一个又一个荣誉。

安信地板在长三角拥有上海青浦和江苏苏州两个大型木材生产加工基地，生产设施占地面积超过700亩，员工总数逾1500人，各种地板年生产能力可达1300万平方米，板材年加工能力达200万平方米。

与百安居、家得宝等国际建材连锁巨头，居然之家、红星美凯龙、金盛家居

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等国内家居巨头及东方家园、好美家、九百家居等国内建材连锁超市签署战略合作协议或建立稳定的合作关系。

与上海聚通、百姓、全筑、统帅、上盟、星杰、奥邦及北京的东易日盛、业之峰、元洲、亚光亚等地知名的装饰公司建立了良好的合作关系。

安信地板秉持“乐享生活本真”的品牌理念，致力于打造受人尊敬的跨国企业。

（二）发展历程

卢伟光：第一个在巴西拥有原始森林的中国人，荣获“2004 年度中国民营经济十大风云人物”称号，“中国家居行业领袖人物奖”。

卢伟光出生于温州一个经商世家，深知经商之难的父亲为了不让儿子“重蹈覆辙”，坚持要卢伟光上大学端铁饭碗。于是，沿着家族给他设定的轨迹，卢伟光按部就班地上完中学，进入大连理工大学。1988 年毕业后，成为温州市渔船检验局的工作人员。

一天，一个合伙做电子游戏机生意的香港供应商拿来 6 块从巴西进口的木地板，给卢伟光的父亲看，讨论做建材生意会不会好赚钱。一旁的卢伟光觉得这地板看起来实在不错，但价格也实在是高，每平方米要 600 ~ 1,200 元。他凭直觉认为，这中间有巨大的商业价值，一咬牙，自己砸了铁饭碗，向父亲借来 30 万启动资金，下海做起了地板生意。

1994 年 4 月 8 日，卢伟光在温州街头开了一家“安信”地板店，面积 28 平方米。小店开张 3 个月后，卢伟光就去申请了“安信”商标。短短 3 年，卢伟光就完成了原始资本积累，并在上海青浦创建了自己的工厂，从经销商向地板制造业进军。

正当卢伟光踌躇满志准备大干一场时，1998 年国家一纸公文禁止砍伐森林。在没有任何预兆的情况下，做地板的原料来源被一刀斩断，他只能考虑从巴西进口木材。

但是，巴西法律严禁外国人购置森林、土地。

在一位老华侨的提点下，2003 年，卢伟光把他的第二个儿子选在巴西出生，并加入巴西国籍。他作为监护人直接取得巴西的绿卡，合法拥有了购买森林的权利。2004 年，卢伟光投资约一个亿，分两次购买拥有永久砍伐权的巴西森林，总面积超过 1000 平方公里——实际上，包括土地，以及土地上的森林和动物都已被他买下。此举，令安信与卢伟光成为媒体焦点。有人说，安信此举，或许是给之后能顺利在国际市场成功融资埋下伏笔。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以巴西为起点，卢伟光开始拓展采购版图。2005 年，他在中俄绥芬河边境置地 60 亩，建造新工厂，最终投资额将追加到 8,000 万元。据介绍，俄罗斯森林拥有量占全世界的 40% 以上，而现在俄罗斯木材的生长速度比砍伐速度大 6 倍，可以提供的原材料数量庞大。但是，在伟大的宏图面前，资金成了约束。绥芬河边境的木材加工厂 2007 年投产后，安信要完成每个月 1000 立方米的加工量，必须保证每月在俄 4,000 万元的采购费用，一年需要近 5 个亿的采购投入。卢伟光思索着，一家民企希望能开展跨经纬度的战略宏图，全靠自有资金扩张投入，速度肯定不够快。

此时，卢伟光将融资的意向向国际市场试探。2006 年，卢伟光尝试性地在一个网站发布了一则寻求国际资本的融资广告。顿时，几十家全球性的基金或者私募纷纷找上门来。

1. 2006 年 5 月，首获凯雷投资

跟凯雷投资集团的洽谈只花了一周多时间，2006 年 5 月，全球私人股权投资公司凯雷投资集团宣布，将投资 2,750 万美元入股上海安信地板有限公司。市场传言，凯雷约占 20% 的股权。

完成私募后，安信地板将和凯雷在开曼群岛注册成立安信国际集团，注册资本为 2,980 万美元。卢伟光对凯雷所占的股份不愿透露，仅表示他和他的家族保持着绝对控股的地位。

据统计，安信地板 2003 年的税后利润是 2,800 万元，2004 年是 4,500 万元，2005 年达到 1.2 亿元，3 年平均增速保持在 1 倍多的水平，这个业绩并不包括在巴西投资的“巴西安信木材有限公司”。根据以往的业绩，安信国际 2006 年的税后利润大约会在 2.5 亿元左右。

安信国际还收购了安信地板在国内的 5 家公司，其中上海 4 家，为上海爱威思特木业有限公司、上海东信国际贸易有限公司、上海安信地板销售服务有限公司、上海奥翔木业有限公司，另外一家是位于中俄边界的绥芬河维克多木材有限公司。

当时，卢伟光表示，“‘巴西安信’是和别人合伙成立，目前还游离在框架之外”。但以后不排除将其纳入到安信国际中，可能的前提是要求凯雷追加投资或者调整股权。而且，与安信牵手的国际资本增多，磐石基金和于锋陆续入股。

“长远投资不能依赖商业银行，其贷款一年到期就需要还，而固定资产投资的回报起码要在 5 到 8 年以上。安信之前在固定资产投资方面不足，包括机器设备、产能、长远规划不足。现在，股东的这笔钱是可以先投资而不还的。”卢伟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光说。资本全球化散布，在一定程度上，安信一定程度地控制了世界地板产业链的上下游资源和营销环节。

2. 2007 年 9 月，Strong Media 投资 857 万美元入股安信地板

"站在巨人肩膀上的行走，这种速度和高度与以往大相径庭。"2009 年11 月5 日，卢伟光刚到美国。在电话里，卢伟光如此形容他正在进行的国际化拓展。

由于巨人牵手，安信身上的"道具"越来越多。来自上海的安信地板出口美韩市场的地板产品相继获得当地权威认证，取得进军当地市场的通行证。卢伟光经营下的木质地板身披多国"战衣"，这无疑是拥有了进入这些国家地板市场的通行证。

2009 年 2 月，韩国空气清净协会(Korea Air Cleaning Association)授予安信生产的强化地板产品"最优秀等级"HB(Healthy Building material，即亲环境建筑材料)认证证书。这相当于国内的"健康环保建材"等级。而安信强化地板此次获得的是最高级第五级(5 个幸运草)的 HB 认证。

2009 年 4 月，安信多层实木地板获瑞士通用公证行(SGS)颁发的美国 CARB 认证证书。CARB(California Air Resources Board)即加利福尼亚州空气资源局，他的认证是目前世界上最为严格的环保法规和最为苛刻的环保检测标准，达到甚至超过当地市场要求，这必将有效提升企业出口效益。此次安信地板再度获得国外权威机构的认证，将使安信地板真正成为国际亲环境地板和绿色地板的代表，引领安信地板产品迈向国际。

回首自己与国际资本的这场合作，卢伟光认为："资本的作用下，通过他们的口碑传播你的品牌，不管是在中国还是在美国，都能得到很大的提升。因为国际上的市场不了解安信，会了解凯雷，会了解全国最大的基金磐石。你和巨人做生意，和一个名人挂上钩，相信也能带来一些名声。"而且，在凯雷的牵引下，安信地板已经在短短三年内进入美国高端市场。

3. 2007 年 10 月，安信再获凯雷投资

2007 年 10 月 23 日，国际知名私募投资机构罗素投资集团(Russell Investments)旗下磐石基金(Pantheon Ventures)携手美国凯雷投资集团斥资 1,500 万美元入股，这也是磐石基金首次向企业直接投资。

安信地板 2006 年至今共向海外融资 5,107 万美金，入股安信地板的包括国际上声名显赫、实力雄厚的美国凯雷投资集团(Carlyle Group)、磐石基金(Pantheon Ventures)、Davidhill。凯雷集团是全球最大私募投资基金，在投资界被称为"总统俱乐部"，英国前首相梅杰、美国前国务卿兼财政大臣贝克等，都在



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其中身居要职，美国前总统乔治·布什自退职后就担任凯雷的亚洲顾问委员会主席，旗下管理资金超过800多亿美元。而磐石基金是国际知名私募投资机构罗素投资集团（Russell Investments）旗下基金，通常它只间接投资于其他投资基金，而直接投资安信地板是它直接投资企业的首次试水。安信地板的融资模式后来为业界广泛效仿，并发展成地板行业海外融资的"安信模式"。

安信地板每年以超过30%的增长速度迅猛发展，这是其吸引海外融资的主要原因。"在我们投资之后，安信进步得很快，这是我们继续追加资金的原因。"凯雷集团董事总经理肖枫表示。安信地板的另一位投资人——磐石基金的董事黄永忠说，凯雷是磐石长期的投资对象之一，是凯雷向磐石介绍了安信这个项目。"凯雷和安信接触多年了，安信是一个诚信的企业，正好它在IPO之前有扩充的需求，我们就介入了进来。在地板行业内的小公司有很多家，大多前途未卜，而行业内的领先者却常常会成为整合者，兼并收购其他企业，从而获得高于平均水平的增长率。

二、各方观点汇集

（一）《中国企业报》（2002年9月3日）：全力打造中国地板第一品牌的上海安信

上海安信地板有限公司始建于1994年4月，专业生产、销售"安信"牌系列高档实木地板，现已发展为拥有上海、北京两家大型现代化生产基地的现代化企业，拥有11条先进的生产流水线，4条UV/PU油漆生产线。并从德国、意大利、日本及我国台湾引进世界上最先进的生产设备。原材料采购网络遍布南美洲、非洲、东南亚、大洋洲等地，为中国最大的优质地板材进口商之一。安信地板不但在国内市场占有巨大的市场份额，还远销欧洲、美国、日本、澳大利亚等发达国家和地区。

作为迄今为止中国实木地板企业中唯一的中国政府采购首选目标企业和产品，国内同行业中唯一的联合国中国采购推荐企业和产品，安信地板的各项环保数据均已达到或超过国际环境技术检测标准，是通过国际标准质量体系认证（ISO9001，2000（E））的优质绿色建材产品。2001年7月，安信地板被美国环境技术出口委员会（US－EEC）推荐为绿色环保技术产品并予以推广，这是国内同行业首次获此殊荣，标志着中国地板工业已达到了国际水平。

安信公司历年来还获得了众多令国内外同行叹为观止的荣誉：中国首次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"美国木地板联合会"认可会员,"美国硬木板材协会"会员,"日本木材学会"会员,马来西亚沙巴土著商会荣誉奖章获得者,中国对外经贸部联合国中国采购推荐产品,中国质量万里行名牌企业论坛"消费者信得过的实木地板生产企业","中国木材地板委员会"常务理事,"中国林材学会木材工业委员会"会员,"中国国家质量技术监督局""中国木材标准化技术委员会"委员,"上海市地板专业委员会"会长单位,2000 年度上海市工商行政管理局"重合同、守信用"单位;建设部推荐城市住宅木地板品牌和中国消费品市场木地板主导品牌,中央电视台"榜上有名"入选单位,央视《生活栏目》专题专访"生产、加工、销售一条龙的名牌企业","中国名牌产品竞争力调查"同行业十大品牌等。

除此之外,安信公司全力支持国家和军队建设。先后承接了解放军总政治部将军楼工程、总参谋部气象局住宅楼工程,并得到中央电视台军事频道的感谢。此外,安信还承接了国家税务总局、北京民族文化宫、北京港澳中心、上海奥林匹克花园等各大建设项目的住宅及办公工程。雄厚的供货实力,使安信在工程承接方面具有得天独厚的优势。

展望未来,安信公司总裁卢伟光先生表示,公司将继续严格管理,统一规范名称,为国内市场的规范有序和健康发展做出积极贡献;同时,安信将敏锐捕捉新的市场机遇,继续加大产品的改进和创新,大力发展绿色环保产品,以满足国内外消费者日益多元化的生活需求,为人们营造更加理想的生活空间。

(二)《第一财经日报》(2007 年 1 月 24 日):安信地板收购整合行业资源,下半年赴美 IPO

对于安信伟光(上海)木材有限公司(下称"安信伟光")董事长卢伟光来说,10 年前他还是温州楠溪江畔的无名小老板。10 年后,他的安信伟光已在黄浦江畔声名鹊起,并拥有亚马逊河流域 1000 平方公里原始森林的永久砍伐权。

《第一财经日报》日前获悉:在引进全球最大私募股权投资基金凯雷投资集团后,这位中国最大的实木地板制造商正着手新动作——赴境外上市。

安信伟光副总裁陈红在上周六的长三角家居论坛上透露,安信伟光 IPO 已经处于倒计时。

"2006 年 10 月,董事会决定将公司包装上市;上个月,董事会决定上市时间确定为 2007 年第三季度或第四季度,本月最终确定上市地是美国还是香港,相比而言,赴美上市的可能性比较大。"陈红首次公开披露上市时间表。

引入凯雷为安信伟光的发展带来持续动力。陈红称:"VC 进入之后,资金



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的使用主要集中在两个方向：一是原材料的储备；二是生产能力的扩张。”

陈红眼中的扩张计划有着强劲的市场需求。2005 年，中国木质地板市场的供应量由 2004 年的 1.3 亿平方米上升至 2.3 亿平方米，而安信伟光于 2005 年的实木地板销售收入就达到了 7 亿元。鉴于全球木材供应出现短缺，安信伟光于 2004 年在巴西购得原始森林，以保障长期的木材资源供应，并由此成为首家在国外购置森林资源的中国公司。目前，安信伟光每年在巴西的木材采购量占该国地板用木材出口中国总量的 50% 以上。

“2007 年是裂变之年，公司正在兼并上海某家装企业。安信伟光将专注主业，继续兼并国内优质的家装企业。”陈红信心满满地表示。

(三)《21 世纪经济报道》(2007 年 11 月 2 日)：安信地板融资超 5,000 万美元，香港上市计划提速

双方在谈判中花了很大的精力讨论安信如何收购兼并其他企业，如何开拓在海外的渠道，如何吸引更多的人才，而在投资条件方面则没有太大的障碍。

10 月 24 日，安信宣布再获 1,500 万美元的风投。据悉，这将是安信 IPO 之前的最后一轮融资。明年上半年，安信计划在香港上市。

这是继凯雷去年注资 2,750 万美元后，安信地板的第二轮融资。一个月前，由分众传媒联席董事长虞峰在海外创立的 StrongMedia 亦投资 857 万美元入股安信。

截至目前，安信地板共融资 5,000 多万美元资金。

安信此次募集的 1,500 万美元中，罗素投资集团旗下的磐石基金投了 1,250万美元，凯雷亦同步增资 250 万美元。

安信方面表示，此次融到的资金主要用于巩固和扩大原材料采购、兴建新厂房、收购兼并业内企业、加强品牌专卖店的建设及销售渠道的扩张等。其中，通过收购等手段进行产能扩张是最主要的手段。

凯雷董事总经理何欣认为，安信的明显优势在于管理。“国内的地板公司大多是家族企业，较难请到优秀的人才，而安信的不同之处在于较早地启用了职业经理人。正因为它的激励机制比较好，管理比较先进，才能够成为国内地板企业的龙头。”

在凯雷投资之前，安信的产品和渠道比较单一，只做实木地板，只在专卖店销售，“但它并非停滞不前，在初次接触的时候，安信已经计划要做实木复合地板了”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安信重庆分公司总经理李宏表示，在注资安信地板之前，凯雷也曾考察过国内其他多家以实木地板为主的地板制造企业。安信之所以成为最终选择，最大的因素便是其与南美供货商非同一般的合作关系。而这种长期的合作关系，也使其他地板制造商望尘莫及。

天道并购网 CEO 俞铁成先生认为，中国木地板企业之所以获得 PE 青睐，“第一，中国巨大的消费升级市场；第二，行业充分竞争，政府干预少，能从竞争中获胜的企业具有真正的核心能力；第三，木地板行业有一定的区域垄断特性和销售半径，中国各地方都有一些当地品牌企业，存在巨大的并购整合空间。”

事实上，凯雷的何欣称，双方在谈判中花了很大的精力讨论安信如何收购兼并其他企业，如何开拓在海外的渠道，如何吸引更多的人才，而在投资条件方面则没有太大的障碍，很快达到了一致。

去年凯雷注资后，安信成为国内第一个获得国际战略投资的地板品牌，并进入了资本运作的新阶段：创立伟光地板扩大市场份额，收购宝优特完善高中低布局，增加整体销量掌握原材料主动权。今年 4 月，安信规划的国内最大地板加工基地在江苏吴江临沪工业园区开工建设，9 月，安信又两次出资 2,000 万元收购了上海一家装饰材料公司。一系列资源的开发整合还在有条不紊地跟进，而大规模的收购兼并又促使安信愈来愈频繁地融资。

“在我们投资之后，安信进步得很快，这是我们继续追加资金的原因。”何欣表示，“安信原先只做实木地板，现在强化地板和实木复合的生产线都运作了。它的销售也不再限于专卖店，如今在百安居、红星美凯龙等都能看到安信的产品。我们投资之后，它还做了许多内部管理的调整，所以我觉得安信现在更值得投资了。”

凯雷的增资也引来了另一位投资人——磐石基金。磐石是一个向来间接投资于其他投资基金的基金，投资安信是它的首次试水。

磐石基金董事黄永忠告诉记者，凯雷是磐石长期的投资对象之一，是凯雷向磐石介绍了安信这个项目。“凯雷和安信接触有两年多了，安信是一个诚信的企业，正好它在 IPO 之前有扩充的需求，我们就介入了进来。”

在黄永忠看来，作为消费类产业的地板在未来的市场前景非常开阔，而安信在地板业内的龙头地位正是吸引他的原因。“在地板行业内的小公司有很多家，大多前途未卜，而行业内的领先者却常常会成为整合者，兼并收购其他企业，从而获得高于平均水平的增长率。”业内人士预测，超过半数的中小地板企业经过整合后将在近两年内逐渐消失，3 至 5 年后，强化木地板市场的 50% 份额将被 3 至 5 家大企业瓜分。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“除了成为资源的整合者,安信连续几年达到或超过预定的增长率,也是我看好它的原因之一,而很多企业都无法达到事先假设的增长率。”黄永忠说。眼下,地板业的年平均增长率在20%左右。

由于凯雷在之前做了大量的分析和研究工作,磐石与安信从初步接触到签订协议只用了短短的一个半月。

“说到投资条件,双方较快就达到了一致,我们这方也听了凯雷的参考意见。我们的投资价格既不是最贵的,也不是最便宜的,只能说是传统行业中比较合理、折中的价格吧。”黄永忠说。

据悉,凯雷去年注资安信地板时,双方曾协定将努力使公司于2008年初在香港公开上市,而此次磐石、凯雷共斥1,500万美元入股,标志着安信赴港上市已迫在眉睫。

知情人士透露,从去年开始,安信就已聘请德勤和麦肯锡对其进行股权重组,并与包括美林、高盛在内的众多投行频频接触。

“安信目前的计划是明年上半年在香港上市,但也存在一些不确定性因素。”黄永忠告诉记者。

(四)《楚天金报》(2011年4月7日):行业巨头安信地板开创中国地板业的“A&W”时代

2006年,中国实木地板行业巨头安信地板喜事连连,刚刚获得全球最大私募投资基金凯雷投资集团2.3亿元入股,又以13.62亿元人民币再度位列2006年度“中国500最具价值品牌”排行榜。

据了解,已获全球最大私募投资基金凯雷投资集团注资的安信地板,已获上海市外资委批文,闪电完成由民营企业向外商独资企(TodayHot)业的蜕变,公司名称注册为“安信伟光(上海)木材有限公司”,英文名称为“A&W\(Shanghai\WoodsCo.,Ltd.)”,简称“A&W”,注册资本额达2,750万美金,成为国际资本介入的第一个中国本土地板品牌。安信此举被誉为开创了中国地板业的“A&W”时代。

1.“A&W”时代——强强联手

据悉,凯雷投资集团是一家管理着390亿美元资产的全球性私人股权投资公司,在亚洲、欧洲和北美地区从事收购、创投及成长资金、(HotTag)房地产和杠杆融资四大领域的投资,在中国收购和投资涉及航空及国防、汽车与运输、能源与电力等重点行业和领域。凯雷在全球14个国家所投资的公司总收入超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

460 亿美元。

安信公司，目前是中国最大的实木地板生产企业，产销量跻身世界前十位。中国木质地板市场 2005 年供应量由 2004 年的 1.3 亿平方米上升至 2.3 亿平方米，而安信 2005 年仅实木地板销售就达到了 350 万平方米，在业内享有盛名。

安信创始人兼首席执行官卢伟光先生表示："我们从众多潜在合作者中相中了凯雷，首先是因为他在资本市场的良好信誉，以及其强大实力。与凯雷的合作不仅加强了安信的资本运作能力，同时提升了安信掌控木材资源产业链的能力。"

凯雷董事总经理及亚洲增长资金投资主管祖文萃先生表示："能够投资一个支持环保的公司，凯雷深感骄傲。安信是目前国内实木地板的龙头企业，是行业内唯一一家垂直一体化的公司，因此，即使原材料供应有所波动，其仍可保持较高的边际利润及强劲的增长。"

2. 最具价值品牌——舍我其谁

"安信地板"创立于 1994 年，经过 10 年发展，已成长为中国实木地板行业中的领军品牌，其作为《国家实木地板新标准》的起草单位、美国木地板联合会 NWFA 会员单位、中国地板行业协会副理事长单位等，在业内具有无可比拟的影响力。

近年，安信地板相继荣获"上海市著名商标"、"上海市名牌产品"、"产品质量国家免检产品"、"中国木地板行业市场影响力十大品牌"、"中国家装最具影响力品牌"等数项荣誉。

众望所归，2006 年度《中国 500 最具价值品牌》排行榜中，"安信"品牌以 13.62 亿元人民币的品牌价值名列其中，继 2005 年之后再度荣膺此殊荣。

本书点评

作为全球最大的私人股权基金，在投资界凯雷以稳健和谨慎著称。从凯雷以往的投资案例可以看出，凯雷多数是选择处于稳步发展状态的，在其所在行业已经相当成熟的企业。本案例中凯雷选择了一个正在迅速扩张，而该行业在中国也是属于高速发展阶段的建材行业，其选择的策略值得其他投资公司的借鉴和深究。同时在本次投资案例中，凯雷所采用的方式也凸显了其投资的稳健风格，在其投资方式背后也藏有凯雷对其投资企业的一片苦心。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六十四章 石家庄工大设备公司获旷世开融2500万美元投资

一、案情背景

(一)公司简介

石家庄工大化工设备有限公司(简称:工大公司)成立于1997年4月,是一家拥有自主知识产权,以干燥、蒸发、过滤、气(汽)液分离技术为核心,化工单元工艺工程及设备等为主要产品的过程装备制造商。截至2010年底,公司注册资金5,115.5万元,总资产为2.8亿元,净资产为2.1亿元。公司占地350余亩,建筑面积6万平方米,拥有各类铆焊和机加工设备400余台(套),具有很强的设备开发与加工制造能力。

1. 公司主要产品

"工大"系列干燥设备:盘式干燥机、盘式连续干燥机、双桨叶干燥机、闪蒸干燥机、流化床干燥机。

"工大"系列蒸发设备:多效降膜蒸发器、刮板薄膜蒸发器、自然循环蒸发器、强制循环蒸发器、烟气脱硫蒸发结晶装置、硫酸钠(硫酸镁、氯化钠、葡萄糖酸钠等)专用蒸发装置。

"工大"系列过滤设备:水平胶带过滤机、真空转鼓过滤机、动态过滤机、罐式结晶过滤洗涤干燥四合一、罐式过滤洗涤干燥三合一、罐式过滤洗涤二合一。

2. 企业文化

先进的生产设备及工艺,优秀的人才资源和诚信的经营理念,成就了工大品牌;周密的营销网络、数百家亲密的合作伙伴,成为具有强势市场竞争力的行业典范;良好的社会信誉及底蕴浓厚的企业文化,形成了工大完美的内涵体系,工大人开创了属于自己的蓝天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)公司发展征程

(1)1997 年 4 月,石家庄工大化工设备有限公司在石家庄正式成立。

(2)2001 年,被石家庄市政府评为"优秀民营科技企业",同年被列入国家科技型中小企业创新基金项目,国家科技部、税务总局、外经贸部、质检总局、环保总局五部委授予"国家重点新产品"称号。

(3)2002 年,通过 ISO9000 质量体系认证。

(4)2003 年,取得 D2 级压力容器设计资质,2008 年升级为 A2(三类低、中压容器)压力容器设计资质。

(5)2004 年,取得 D2 级压力容器制造资质,2007 年升级为 A2(三类低、中压容器)压力容器设计资质。

(6)2005 年,被中国通用机械工业协会干燥设备行业分会、中国化工学会化学工程委员会干燥技术专业组和中国化工报社评为"中国干燥设备行业优秀企业"。

(7)2006 年,获得中石化合格供应商资格。

(8)2007 年,成为中国核能行业协会第一届理事会会员单位。

(9)2008 年,重点项目节能环保型超大流量盘式连续干燥装置获科技型中小企业技术创新基金支持。

(10)2009 年,公司经审核合格,获得环境工程设计认定证书。

(11)2010 年 12 月,工大公司继续当选为中国通用机械工业协会干燥设备分会副理事长单位,并被列入第一批干燥设备行业重点企业名单。

(12)2011 年 5 月,工大公司当选中国石油和化学工业联合会科技部蒸发及结晶技术专业组组长单位、中国化工学会化学工程专业委员会蒸发学组组长单位、中国石油和化学工业联合会科技部干燥技术专业组副组长单位。

近日,美国私募股权基金(PE)旷世开融(Quad - C)向石家庄工大化工设备有限公司(下称石家庄工大)投资 2,500 万美元。石家庄工大是通用过程设备及核电设备制造商,核心技术为干燥、蒸发、过滤、气(汽)液分离、压力容器等,主要产品为通用过程设备及核电设备。据悉,石家庄工大本轮融资将用于现有生产线的扩建等。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方观点汇集

（一）腾讯财经（2009年9月7日）：石家庄工大设备公司获旷世开融2500万美元投资

9月7日消息，腾讯财经获悉通用过程设备及核电设备制造商石家庄工大化工设备有限公司获得2,500万美金的私募股权投资，投资方为美国私募股权基金旷世开融。

据悉，这是该领域目前为止的第一笔国际私募股权投资，标志着快速发展的中国通用过程设备及核电设备制造产业，或将成为一个新的获得国际资本青睐的投资热点。

成立于1997年的石家庄工大化工设备有限公司是一家拥有自主知识产权，以干燥、蒸发、过滤、气（汽）液分离、压力容器等技术为核心，通用过程设备及核电设备为主要产品的综合设备制造商和解决方案提供商。公司拥有固定客户300余家，其中上市公司50余家，分布在全国各省、市、自治区。其自主研制开发并拥有多项专利的盘式连续干燥器填补了国内空白，在行业内占据绝对的领先地位。工大品牌已经被认定为“中国驰名商标”。

作为通用过程设备及核电设备的全程解决方案提供商，石家庄工大化工设备有限公司的产品已经被广泛应用于石化、化工、医药、农业、食品、环境工程、核电等诸多领域。公司过去几年保持着年均80%以上的复合增长速度，即便在受金融危机影响的2009年，公司业绩仍然保持高速增长。据透露，本轮2,500万美元的融资将用于现有生产线的扩建，新的应用领域的扩张，以及潜在的战略并购。

石家庄工大化工设备有限公司CEO张继军先生表示，旷世开融私募股权基金（Quad－C）拥有丰富的设备制造领域的投资经验，负责该项目的投资团队有着多年大型跨国企业管理经验，相信双方的合作将大大加强工大的行业领先地位。公司计划在三年内使企业发展成为国内规模最大的通用过程设备及核电设备企业集团之一，并跨入世界知名的通用过程设备及核电设备供应商行列。公司CFO孙冀刚先生（Adam Sun）表示，工大拟最快于2010年第四季度在海外上市；上市地点将选择在美国纽交所或其他合适的欧洲证券交易所。

据介绍，旷世开融私募股权基金是由世界500强之一的格雷斯公司（W. R. Grace）前副董事长Terry Daniels于1989年在美国弗吉尼亚州创立的私募股权投资基金。现在管理大约20亿美元的资产。基金的LP包括一些著名的机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者,比如,哈佛大学、麻省理工学院、高盛、摩根大通、德克萨斯教师退休基金等。在过去的二十年,旷世开融私募股权基金为投资人带来了大约平均每年40%的高额回报,其业绩在所有美国私募股权基金中名列前茅。

旷世开融私募股权基金于2008年进入中国。目前中国投资团队有多名投资专家,之前曾分别任职于私募股权基金(i. e. 汇丰PE),投资银行(i. e. 摩根士丹利),管理咨询公司(i. e. 麦肯锡、博思艾伦、科尔尼),和世界500强(i. e. 微软,丹纳赫)等。基金投资方向涵盖工业制造、节能环保、医疗健康、消费品、教育、物流等诸多领域。

旷世开融中国区董事总经理韩大为(David Han)表示,旷世开融十分看重以CEO张继军先生为首的优秀的创业管理团队,工大拥有的自主核心技术,领先的市场竞争地位和品牌,以及产品广泛的应用领域。旷世开融将利用其丰富的管理经验帮助工大更快更好地发展。

据了解,汉能投资集团担任此次交易的独家财务顾问。

作为此次交易的独家财务顾问,汉能投资集团董事总经理苏维洲和高级经理宋良静表示,工大所在的市场有巨大的发展机遇,公司拥有十分优秀的管理团队,并且一直致力于自主核心技术的开发;旷世开融是知名的私募股权投资机构,投资团队拥有丰富的投资和管理经验。我们十分高兴担任此次交易的独家财务顾问。汉能投资将继续致力于在优秀的中国企业和一流的投资基金之间架起合作的桥梁。

(二)投资咨询(2010年3月15日):旷世开融韩大为:探索中国风格

1. 第一单花落河北

如果不是遇到了全球金融危机,资本市场低迷不前,此时的石家庄工大应该早已远赴美国,去OTCBB上市了。石家庄工大CEO张继军表示很庆幸没选择这条资本之路。

早在2007年四五月份,就陆续有投资咨询机构找到张继军,"忽悠"他们去OTCBB上市,而且把前景描述得非常美。"当时我们根本不懂这些东西,觉得企业能融点资,挺不错的,受金融危机影响才使我们放弃了原来的计划。"张继军很坦率地表示。

随着对资本市场的逐步了解,张继军的团队也接触了不少投资机构。最终,面对14家风险投资机构的同时"求婚",张继军选择了旷世开融。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



石家庄工大是第一次融资，也是旷世开融进入中国开展投资的第一个项目。问及二者是如何相互“青睐”的，韩大为和张继军表示“各有各的感觉”。“虽然旷世开融进入中国相对较晚，但他们在设备制造领域有丰富的经验，能为我们带来战略价值。”张继军表明理由：“并且旷世开融的中国团队是一个既有国际化视野又有丰富本土经验的团队。”韩大为对创始人张继军所带领的团队印象颇深。“他们的团队很有特色，核心团队是河北工业大学的同班同学，目前差不多有六个人都在参与这个公司。”韩大为表示，“石家庄工大生产的这种‘过程设备’，在化工、制药、环保、新能源等多个领域都能应用。以前该市场都被国外企业占据，而石家庄工大的自有研发技术非常过硬。”同时，石家庄工大非常符合旷世开融的投资标准：2009 年实现营收 5 亿元、净利润 1 亿元；在金融危机爆发之后仍实现了超过 40% 的年增长。

从曾经的第一大股东到如今股权被稀释不少，张继军表示“能把公司发展壮大最重要”，且多次强调“不只是资金的平台”。从设立董事会、聘请 CFO、引进更为正规化的流程、制造精细化管理、设立整体收购目标，以及在谈判和估值过程中，旷世开融提供了很多增值服务。

以盘式连续干燥器技术起家的石家庄工大，今后将向“新能源”概念转变。韩大为所说的新能源，首先是指向“核电配套设备供应商”发展。

目前石家庄工大正在全力以赴做认证程序，有望在 2010 年上半年拿到核电资质，到时即可成为秦山、大亚湾等核电站的设备供应商。张继军表示，目前中国得到这个认证的设备供应商非常少。

石家庄工大目前也在致力于太阳能光热发电装备制造的研发及商业化运用。“光热是把太阳能转换成热，如热气、热油等，再用于发电。这样热的转换率更高，发电成本更低，而且没有污染。”韩大为进行通俗讲解。“目前光热领域虽然在国内已有一些专利，但都处于刚起步阶段，还未实现大规模商业运营，预计未来会超过光伏成为利用太阳能发电的新生力量。”计划两年内实现上市的石家庄工大只是旷世开融在中国的开端，未来，旷世开融还将把美国成功的经验不断融合到中国的投资之中。韩大为最喜欢的一本书是柯林斯的《从优秀到卓越》，也许“卓越”的目标就在不远处。

2. 二十亿美元

目前旷世开融管理着大约 20 亿美元的投资资金，在其所投资的众多公司中成功地创造着价值，自 1989 年开始每年的内部收益率都超过 40%。韩大为表示，高利润率和高资产周转率才是保证高投资回报率的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(三)中国基金网(2010年2月12日):PE后来者旷世开融后发有优势只投“中科技”

谈到200万人民币的尽职调查打水漂时,旷世开融董事总经理韩大为依然不动声色。

那是一个利用余热发电的节能环保项目:把玻璃窑等高散热设施的余热收集起来发电,再把这些电输回厂里用。

“一度电才3毛钱,这样,工厂就不用再花一块多钱在电网买电。”清华大学环境工程系出身的韩大为看过很多环保项目,在他看来,真正好的项目并不多,这个余热发电项目他特别喜欢:“又节能,又减排,还低碳,回报也很好,净利润率30%。”

但唯一的遗憾是,余热发电需要重新上国家电网才能被利用。就在韩大为起身准备投资之际,国家相关部门出台了新政策,余热发电上网费提高了。

“利润率一下子就降了下来。”为此已花掉两百万人民币做尽职调查,但最终韩大为还是放弃了:“这个行业政策风险很大,跟这个项目有潜在利益冲突的是国家电网。”

由此,旷世开融得出一条经验:不投资那些与国有资本有明显或潜在利益冲突的项目,这些国有资本包括国家电网、中移动、中央电视台、大煤矿、铁路等。

很好的项目,就是被垄断扼杀在摇篮里。垄断猛于虎啊。

3. IRR超40%的迟来者

旷世开融在美国叫Quad－C基金,于1989年在美国设立,创始人是世界500强之一的格雷斯公司前副董事长Terry Daniels。目前,该基金管理着约20亿美元资产,LP中包括哈佛大学、麻省理工学院、高盛、摩根大通等。

基金介绍中有这样一段话:“在过去的二十年来,Quad－C基金为投资人带来了约平均每年40%的高额回报。此业绩在美国所有PE基金业绩排名中名列前茅。”

漂亮的成绩单让很多要求严格的LP持续投资Quad－C,比如,高盛就是Quad－C最近三轮募资中的持续LP。“也是口碑吧,PE行业的业绩好不好,都有公开的排名。”韩大为说:“我们的投资人中还有香港联交所主席夏佳理,他连续20年以个人资产投入到Quad－C,跟了七轮。”

但一家美国名列前茅的基金却为何一直到2008年才进入中国?



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对此，韩大为的解释是：其实，Quad - C 基金在 2005 ~ 2006 年时就开始研究中国市场了，做了非常深入的 DD（尽职调查），包括中国市场究竟怎样？存在哪些细分市场？哪个市场应该进入？现在的策略该是什么？以后策略又是什么？

除了对经济周期的把握，充分运用杠杆投资技巧，也是 Quad - C 获得高收益回报的重要原因。

此外，Quad - C 还拥有另一个杀手锏——帮被投企业连续收购。我们来看其中两个案例。第一家叫 ServicePartners，是安装并分销住宅用的玻璃纤维隔热层。Quad - C 进入后，在 26 个月内大胆收购了 23 家公司……财务重组后使公司的股东获得 4 倍回报。

第二家叫 Max Media，Quad - C 进入后，在四年半的时间里完成了九次收购……建立了一家在 9 个不同市场里拥有 9 个电视台和 7 个电台的公司……最终成功地将公司卖给了战略投资人，并使股东得到 3 倍回报。

这样的操作是否也会用到中国？旷世开融在中国的第一个案子——石家庄工大是否也在寻找并购目标？韩大为说："在中国，并购会相对少一些，因为中国的自发增长已经很高。如果经常并购发展太快，管理团队水平跟不上的话，管理反而会失控。"但从未来的角度，类似的收购手法肯定会发生，韩大为表示。

4. 后发优势

作为后来者，如何保证成功进入中国市场？

韩大为认为，首先，要有清晰正确的思路，即承认中国国情这一特殊现实，同时加快调整自身，而不能希望中国为你而改变。

其次，要有一支非常优秀的执行团队，能踏踏实实地落地中国，并保持团队的相对稳定性，长期坚持下去，总能成功。

第三，进入时机也很重要。

进入中国不久，韩大为便开始招兵买马。在一年多的时间里，面试过不少大基金的员工，但最终因各种各样的原因都没要。韩大为表示："我们招人的原则是，既要有国外的专业训练，又要有本土化的经验，即高度本土化的海归团队。"

当下好项目被众多 PE 疯抢时，作为一家崭新面孔的 Quad - C，又有何杀手锏，能从中胜出呢？"说实话，我们团队在接触一家企业时，往往跟老板谈上一段时间后，他就对旷世开融的人有好感。这种好感在跟其它基金竞争时，是最关键的。"韩大为说："这体现了一种公司文化，不管基金背后的品牌怎样，对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众多企业来说，最想了解的还是坐在谈判桌上的那些人，能不能信任，愿不愿意跟其合作，这才最关键。"

几轮谈判下来，韩大为越来越自信了。有几个案子，他都同时遭遇几家、甚至十几家 PE 撞车的情景，其中不乏业界非常知名的 PE，但最终他都获得了企业的认可，并被选中。"刚开始时也担心，几轮下来我很自信。即使面对那些特别知名的 PE，我们也一样有竞争优势。"

当然这种竞争优势除了 Quad - C 的一贯理念和美国的经验外，韩大为本人的视野与经验也至关重要。在加入 Quad - C 之前，他曾担任世界 500 强之一的美国丹纳赫集团亚洲区企业并购总监，成功完成了总金额超过 10 亿美元的数个并购项目。另外，他还曾就职于微软公司美国总部，是当时李开复的左右手，并主导投资了中软和浪潮，是当时 IT 界两大重要投资案例。

5. 只投"中科技"

后来者一定要有自己鲜明的投资策略，否则，很难建立自己的竞争优势。

为此，韩大为认真研究了在中国的系列失败案例，比如，凯雷徐工案。"该案表明，坚持在中国走 Buy - out 路线是行不通的。尽管我们在美国做 Buy - out，现在到中国，就要改做 GC（成长基金）。当然，现在不做 Buy - out，不等于以后不做。"

因为美国是稳态的市场经济，而中国还有很多非市场因素，换句话说，还有更多的市场潜规则。所以中国出不了微软。

当然，对于中国国情，韩大为也有所不为。比如，国内 PE 人员很多来自券商，对上市流程比较熟悉，甚至也有些关系，能帮企业快速上市，但若让他们踏踏实实地改变公司的基本面就比较困难。虽然他们也成功投了很多企业，并上市，但他们的策略只是批量生产上市公司。"我们则是宁缺毋滥，归根结底，看重公司的基本面，踏踏实实地提升，企业发展才是硬道理，并不担心怎么退出。"

本书点评

旷世开融在中国最大的投资特色就是，坚持有所不为，即刻意回避的投资领域，包括房地产、互联网、高科技生物技术和大宗产品等。纯粹的高科技，其研发占项目的比例太大，风险很大；像一些大宗产品，则完全取决于供求关系的影响。"在中国，我们依然坚持投资'中科技'。"中科技是指有一定技术含量，且能把握，同时不受供需影响，还有一定的技术壁垒，也不受经济周期的影响。所提供的增值服务能清晰地体现出来，这样能粗略估算出投资的回报率。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六十五章 百年栗园：私募融资与产业链营销的完美结合

一、案情介绍

（一）公司简介

北京百年栗园生态农业有限公司是一家致力于有机、生态食品研发、生产、销售的农业公司，是一家专注于有机食品研发、生产、销售以及有机农业旅游观光的大型生态农业公司，北京市农业产业化重点龙头企业。

百年栗园的宗旨是："有机农业、循环经济、生态富民、可持续发展"。有机农业（Organic Agriculture）是指在生产中基本不用人工合成的肥料、农药、生长调节剂和畜禽饲料添加剂，而采用有机肥满足作物营养需求的种植业，或采用有机饲料满足畜禽营养需求的养殖业；循环经济是指公司在生产经营中要强调企业的社会责任，突出环保概念，最大限度地降低对生态环境的破坏；生态富民是指通过有机种植业、有机养殖业等符合生态环保的农业生产模式，使广大农民获得比传统生产更高的经济效益；可持续发展是世界各国关注的重大问题，百年栗园通过有机生产方式和循环利用，在农业生产领域开创了可持续发展的模式。

北京百年栗园生态农业有限公司坐落于北京市水源保护地、国家级生态县——密云。密云县得天独厚的自然环境和良好的生态条件为百年栗园发展有机农业和生产有机食品提供了优越的自然条件。百年栗园采用科学的山地散养方式，在国内第一家成功地实现了北京油鸡的山地规模化养殖，把过去的皇宫御膳贡品送入了每一个家庭的厨房，为提升公众营养饮食结构，满足健康饮食需求做出贡献。

百年栗园在密云县拥有占地约6000亩山地的"柴鸡散养培训示范基地"，自主研发出一整套科学化、规范化、规模化的柴鸡散养技术规程，被北京市农林科学院列为北京油鸡养殖示范基地。目前，百年栗园有机鸡蛋、生态鸡蛋和有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机鸡肉柴鸡已遍布北京、上海、广州、深圳等一线城市，成为深受各地消费者信赖的放心食品。

百年栗园采用科学的山地散养方式，在国内第一家成功实现了北京油鸡的山地规模化养殖。"公司＋合作社＋农户"是百年栗园独到的生产经营模式，现在已经日渐成熟。入社农户与合作社、百年栗园生态农业有限公司签订了三方协议，要求农户严格按照百年栗园的养殖要求，达到"6 统一"：即环境统一、鸡种统一、防疫统一、饲料统一、操作程序统一和产品回收统一，以此确保产品质量。为此，百年栗园每个月大大小小的培训非常多，且每周都有专人到各农户家中检查养殖状况。

这样的模式不仅保证了消费者能够买到最健康的产品，农民也能够通过生产高端安全的农产品获得超值回报，企业的生产规模也可以快速发展。

百年栗园将会一直秉承"有机农业，循环经济，生态富民，可持续发展"的企业宗旨，努力倡导有机生活。

产品服务：

(1)生态餐厅及采摘。

百年栗园不定期为百年会员和合作者提供参观采摘活动。让现代都市人远离城市的污染与喧嚣的同时，尽享生态自然的农田风光、体验快乐的有机食品采摘。

有机采摘活动内容大致有基地参观、有机采摘、有机品尝及观摩介绍等，具体活动内容会根据会员具体要求、届时作物生长状况、参观采摘人数等，来确定每次活动的具体安排。

(2)有机散养北京油鸡。

百年栗园山地散养的北京油鸡产品包括百年栗园山地散养金牌老母鸡、百年栗园山地散养柴母鸡、百年栗园山地散养柴公鸡、百年栗园山地散养童子鸡，由于长期放养于丘陵果树茶园、树林之中，其风味独特，不但肉质鲜嫩，而且有补益五脏、添髓补精之功效，具有"世界珍味"之美称，不愧为中华一绝。

(3)有机柴鸡蛋。

百年栗园柴鸡蛋是北京地区唯一的柴鸡品种——北京油鸡，采用山地散养的方式精心培育而成，鸡蛋味道鲜美，营养丰富，含有大量卵磷脂、维生素和矿物质。

(4)有机杂粮。

有机杂粮包括黑米、玉米糁、燕麦米、绿豆、红豆、小米、荞麦米、高粱米、黄



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



豆、红花芸豆等，这些杂粮均来自北京水源保护区、国家级生态县——密云，以健康、自然、可循环的农作方式，保有土地生机，源源不断产出优质、绿色、健康的产品。

(5)有机蜂蜜。

有机蜂蜜包括荆花蜜、蜂花粉和巢蜜等，其中来自密云白龙潭园林自然风景区的野生荆花蜜，先后通过了“中国绿色食品发展中心”“中绿华夏有机食品认证中心”的绿色食品和有机食品认证。

(6)有机香栗。

有机贵妃香栗源自举世闻名的燕山山脉，优越的地理条件和严格的有机管理体系，保证优良纯正的品质，口感鲜、香、糯、嫩，幼嫩香甜、营养健康，通过国内、国际多项有机食品认证。

(7)天然油品。

野生杏仁油：取自深山区野生山杏仁，采用纯物理压榨工艺制取，不饱和脂肪酸高达95%，成分接近母乳，为易吸收、纯天然、无污染的油中上品。

天然核桃油：选自天然原生木本核桃，采用国际领先的纯物理工艺，选取初油精华，保留原汁原味的天然核桃香醇和营养。健脑益智、营养丰富，几乎适用于所有人群服用，尤其适合孕妇、乳母、幼儿、学生及从事脑力工作的白领人士经常食用。

纯香花生油：精选在国家水源保护区——密云水库周边的优质花生为原料，采用纯压榨工艺萃取，不含任何防腐剂和添加剂，富含大量的不饱和脂肪酸和多种身体所需的微量元素。

(二)发展历程

(1)2005年9月，北京百年栗园生态农业有限公司成立。

(2)2006年5月，“百年栗园”山地散养柴鸡蛋上市销售。

(3)2006年9月，百年栗园将养殖鸡种统一为北京油鸡

(4)2006年12月，“百年栗园”鸡蛋通过有机食品认证。

(5)2008年2月，“百年栗园”有机鸡肉上市销售。

(6)2009年10月，培育出北京油鸡商品代配套系。

(7)2009年，百年栗园上海分公司成立，产品成功进入上海市场。2010年百年栗园广州分公司成立，产品进入广东市场。

(8)2010年4月，认定为北京市农业产业化重点龙头企业，及第四届中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际有机食品博览会金奖产品。

(9)2010 年 5 月 18 日,第一轮融资:天图创投 3,000 万元投资生态农业公司百年栗园。2010 年 5 月 18 日,天图创投旗下的深圳市天图投资管理有限公司、天津天图兴盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)完成了对北京百年栗园生态农业有限公司(简称"百年栗园")的投资,总投资额 3,000 万元。

天图创投重点投资领域包括节能环保、现代服务业、消费升级、健康医疗、广义 IT 行业及现代农业等。天图创投目前管理资产规模超过人民币 30 亿元,管理着四只基金,其中三只为公司型基金,一只为有限合伙型基金:深圳市天图创业投资有限公司,注册资本 1 亿元;北京天图兴业创业投资有限公司,注册资本 1 亿元;深圳市天图兴瑞创业投资有限公司,注册资本 3 亿元;天津天图兴盛股权投资基金合伙企业,注册资本 5.05 亿元。

(10)2010 年 10 月,全国第一家北京油鸡规模化种鸡场全面投产。

(11)2010 年 12 月,百年栗园以复合增长 246% 的好成绩荣获"2010 CVAwards 年度最具潜力企业 100 榜单"第四名。

(12)2010 年 12 月,百年栗园第一支广告片(温情篇)拍摄成功并投放。

(13)2011 年 4 月 28 日,第二轮融资,百年栗园获德同资本融资一亿元,德同资本主管合伙人赵军进驻董事会。投资界 2011 年 4 月 28 日消息,今日有消息称,北京百年栗园生态农业有限公司(以下简称百年栗园)获得新一轮亿元融资,德同资本主管合伙人赵军进驻董事会。投资界记者致电百年栗园现任董事天图创投合伙人王岑,他确认此轮融资,但对具体份额尚未透露。

据参与此次交易的内部人士透露,百年栗园此轮共完成一亿元融资,由德同资本领投,还包括一家国内投行参与其中。

该内部人士称,自去年天图创投注资百年栗园以来,百年栗园在一年时间内实现了爆发性的增长,进驻董事会的王岑与百年栗园董事长刘成军从公司发展战略角度分析,一致认为可以进行新一轮融资,此轮融资获得境内外多家投资机构的关注。

此次选择德同资本的原因,在于他们具有有机农业投资经验。2008 年 8 月,德同资本曾投资江西金源农业。而德同资本对此次合作也非常重视,邵俊等多位合伙人进行实地考察,在公司发展理念上双方达成一致,在短时间内不会以上市为目标,将主要发展北京、上海市场。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方评述汇集

（一）《北京商报》（2010年12月30日）：新农企备受关注 百年栗园成为VC和PE行业风向标

近日，在VC、PE行业素有“风投风向标”之称的CVAwards年度活动在京正式发布。农林牧渔行业多家企业入选，其中百年栗园生态农业有限公司作为新农业企业的典型，因其在2007～2009年，年复合增长率达到246%而入选，一方面得益于其惊人的市场成长速度；另一方面，也代表了中国农业企业“绿色、生态、有机”的发展趋势，而“绿色、生态、有机”，也正是消费者的核心诉求所在。

北京百年栗园生态农业有限公司成立于2005年。依托密云县当地独特的生态优势，以北京、上海等地高端市场需求为导向，培育“百年栗园”有机柴鸡蛋等品牌，发展柴蛋鸡养殖产业，带动了整个密云县有机柴鸡蛋产业发展。2006年，“百年栗园”柴鸡蛋通过了国家有机食品的权威认证，已成功进入北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、苏州、长春、大连等城市的近千家大中型超市，赢得了消费者认同，产品一直供不应求。

百年栗园的成功，缘于其对“北京油鸡”的独特投资眼光，是我国珍贵的优良地方鸡种，被《中国家禽品种志》收录。距今已有300多年的历史，曾经长时间作为宫廷御膳用鸡，为此，爱新觉罗·溥杰题词为“中华宫廷黄鸡”。相比普通肉鸡，北京油鸡必须散养不能笼养，而且饲养周期较长，同普通肉鸡相比，饲养成本高，效益却不高，因此一度面临消失的困境。北京百年栗园生态农业有限公司是尝试将北京油鸡进行大规模散养的企业，经过数年的艰苦努力，目前拥有6000余亩山林坡地，已经成为北京仅有的能够规模生产北京油鸡鸡肉和鸡蛋系列产品的生态农业企业。

“北京油鸡集食用和观赏于一体，为保证它应有的风味和优质优价，需要少喂饲料多喂杂粮，充分考虑营养均衡和全面。同时在山林敞放，以增加运动量。”百年栗园生态农业有限公司总经理刘成军说，“我们散养的北京油鸡，不仅羽毛光亮，样子独特，产品品质也明显不同，吃过我们北京油鸡的鸡肉和鸡蛋的人，绝大多数都成了我们的粉丝。”由于北京油鸡的市场需求越来越大，2010年百年栗园开始推出有机食品礼品卡，客户只需要订购礼品卡，坐在家里就可以收到百年栗园配送的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今,百年栗园凭借北京油鸡的明星产品效应,成功进入 CVAwards 年度活动。该活动是 ChinaVenture 投中集团秉承专业的研究方法、依托 ChinaVenture 旗下数据库产品 CVSource 翔实的企业财务数据,以企业 2007 – 2009 年财务数据为基础,参考前 3 年的营业收入增长率进行排名,推出的具有投资价值、成长前景良好的 CVAwards 年度活动,也被认为是 VC 和 PE 行业的投资风向标。

(二)《新领军》(2011 年 10 月 21 日):百年栗园:做全产业链

在成立初期,百年栗园创始人刘成军选择了"公司 + 合作社 + 农户"的模式,对于如何把控质量,他有自己的理解。"其实是利益分配的问题,跟我合作,农户收益是养普通鸡的三倍。农户收入占到我给超市批发价的七成。"

2010 年,天图创投入股百年栗园 4,500 万元人民币,主导此项目的合伙人王岑简单而直接地向《新领军》评价,投是因为百年栗园是一家全产业链公司,拥有好鸡种。

做全产业链,要进行有机养殖,必须保有有机饲料,第一个环节便是 1 万 7 千亩有机玉米的种植。创始人刘成军是密云县人,他深知密云县水库上游土地是再好不过的有机基地,因为密云县政府明文禁止在水库上游的土地里使用化肥和农药,防止雨水将污染物质冲刷到水库中,这是一种行政命令和法律手段。于是,刘把地承包下来,调动周边农民种植有机玉米。

饲料加工是第二个环节,百年栗园正在投资建设一个年产 7 万吨的饲料加工工厂,保证饲料在加工环节不受到外来环节的污染。

第三个环节是有机养殖。百年栗园,首选北京油鸡,该品种是中国珍贵的优良地方鸡种,被《中国家禽品种志》收录,距今已有 300 多年的历史,曾经长时间作为宫廷御膳用鸡。该鸡种非常独特,目前只在中国农科院和北京农科院有保种,真正商品化的生产还不存在。百年栗园已经拥有一个商品化种鸡场,到 2011 年,该种鸡场能解决的供苗能够达到每年 400 万只,2011 到 2012 年,刘成军希望能够通过农业部,对公司研发的新油鸡品种的品系予以认定。

而在养殖上,百年栗园一直在进行有机散养,百年栗园在北京密云县的6000亩有机农业示范园中养殖着 13 万只"特别"的北京油鸡,与其他工业化鸡场中的鸡相比,它们有点"傲慢"。它们不是鸡笼里机械性的"动物工人",没有较高的"职业素养",它们随心所欲,经常散步,但却不常下蛋,这就是百年栗园所倡导的有机化的散养。不过,在百年栗园示范培训基地的职能中,对其生产



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的要求很低，主要起科研、示范、培训的作用。在刘成军的带领下，密云县已经有500多家养殖农户、1000多家种植农户加入进来，百年栗园真正的生产在农户中。在成立初期，百年栗园创始人刘成军选择了"公司+合作社+农户"的模式，对于如何把控质量，他有自己的理解。"其实是利益分配的问题，跟我合作，农户收益是养普通鸡的3倍。农户收入占到我给超市批发价的7成。如果1个鸡蛋1块钱，农户就拿走7毛钱，市场上基本不会有人比我出的价格更高，并且农户的违法成本很高，一旦检测到不合格鸡蛋，就等于自动退出和公司的合作。"

为保证农户生产的鸡蛋质量可控，刘成军请来农业专家制定操作规则，比如，建立鸡舍标准，完善养鸡流程，包括何时鸡舍亮灯，何时喂水，何时把鸡放到山林等等，同时要求农户每天填写细致的饲养表格。百年栗园就是这样把种鸡苗、饲料卖给农户，然后把肉鸡和鸡蛋收回，再送到超市销售。

第四个环节是加工，比如，在鸡蛋收集回来之后，相关人员会进行挑选、清洗、消毒和喷码。目前刘成军还在建立自己的屠宰车间，做鸡翅、鸡胸肉等产品的分割出售。

最后一个环节是销售。如今，百年栗园已经进入国内众多高端超市，如：沃尔玛、乐购、家乐福、乐活城和西单商场，等等，并也尝试着在网上销售，如绿领公社。

刘成军对未来的规划是，在3年之内，百年栗园的产品能在北京、上海和深圳3个地区全覆盖，同时辐射到大连、青岛这样的二线城市；同时还争取打入日韩地区。同样，在3年内，百年栗园登陆中小板或创业板，成为国内第一家有机农业上市公司，密云第一家农业上市公司。

（三）《创业家》（2011年02月25日）：百年栗园——新模式下的"蛋"

两次食品安全事件，让百年栗园有机会跳出来，得到消费者认可。现在，百年栗园积累了一批忠实客户，并准备继续扩大生产规模。

2007年的"苏丹红事件"让很多人记忆犹新，对于百年栗园，这却是个天赐良机。作为一个主营有机鸡蛋和鸡肉的小企业，百年栗园2006年营收只有200多万元。突如其来的事件，让超市将所有的品牌鸡蛋全部下架，除了没有查出问题的百年栗园。这一年，百年栗园业绩一下子蹿到了1,200多万元。2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，又发生了"三聚氰胺事件"，大部分鸡蛋再次被下架，只留下了百年栗园和另一个品牌，百年栗园销售额因此再次提升。

作为农业公司，大家讨论最热烈的是模式问题。大部分公司采取"公司 + 农户"的模式，公司出技术，做监督，农户生产产品，然后公司回购，但是生产环节不在公司，质量不易控制，容易出现问题，苏丹红和三聚氰胺事件就是例子。少数农业公司采取全产业链模式，从源头到终端全部自己做，质量可控，但是需要大量资金，只有少数公司有这个实力，比如中粮集团。

但刘成军的公司并非一开始就如此规范。2005 年，刘成军还在经营着自己的广告公司，但觉得发展有限，因为之前对有机农业有些了解，他想到做山地散养鸡应该不错。"我们不要鸡舍，全部散养，晚上鸡就上树。白天高温 40 度，我们前面拿饲料引着，后面拿小棍赶着，让鸡到山林去。"刘成军说，"那时候，就是为散养而散养。后来发现这对鸡很残酷，违背了它的自然天性。那么热的天，人还不愿意出去呢。"刘成军还曾经自己养虫子喂给鸡吃，以为吃虫子的鸡是好的。后来发现鸡大量死亡，"虫子身上 90% 都是水，10% 是蛋白质，鸡吃下去营养不良，所以生病死亡。"

后来，他开始求助专家，和动物营养、繁殖、动物福利学的学者共同研究，经过一年摸索试验，最终形成了一套完善的养鸡方法。首先选用北京传统鸡种——油鸡，通过改良提高肉和蛋的口味，然后制作好流程。刘成军在密云种了 1600 亩有机玉米作为鸡饲料，同时农户们也会给鸡喂些倭瓜、蔬菜和青草。

"目前我们的鸡蛋在北京有 30% ~40% 市场份额。"百年栗园鸡肉和鸡蛋的收入比例是 4:6，但刘成军希望未来鸡肉能占到收入 7 成。由于屠宰环节外包，百年栗园的鸡肉还是冷冻出售，且没有做分割处理。刘成军正准备融资，然后建立自己的屠宰车间，做鸡翅、鸡胸肉等产品的分割出售。

"做有机农业要耐得住寂寞，最难的不是时间问题，而是消费者的疑虑。企业要能经受住考验，因为消费者最终会认可你的产品，所以一定不要着急。"刘成军说。

（四）China Venture（2010 年 12 月 17 日）对话百年栗园刘成军：做全产业链，拟 3 年内上市

百年栗园要做全产业链，因为有机养殖必须要有有机饲料，第一个环节便是 17000 亩有机玉米的种植。饲料加工是第二个环节。百年栗园投资建设了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个年产7万吨的饲料加工工厂，保证饲料在加工环节不受到外来环节的污染。第三个环节是有机养殖，第四个环节是加工。例如，在鸡蛋收集回来之后，相关人员会进行挑选、清洗、消毒和喷码。最后一个环节是销售。因为"只有百年栗园掌握到产品的终端，才能保证产业链的完善。"

1. 优秀必然会有理由

从2007年开始，ChinaVenture投中集团在每年年末都会推出"CVAwards年度最具潜力企业100"榜单。这对于那些辛勤耕耘一年的企业来说，是一种认可；对于那些在项目海洋中挖掘投资机会的VC/PE机构来说，则是一份指南。

而从今年开始，我们将在此榜单基础上，与上榜企业的领导者进行直接对话，并试图通过对话，探寻他们脱颖而出的轨迹。今天我们向大家推出的，是与百年栗园总经理刘成军的对话。

绿色、生态、有机，这些词描述出了当代人对健康生活的向往。下面这家公司与这些关键词息息相关，它所生产的柴鸡及柴鸡蛋产品就来自北京密云的万亩山林之间。这些产品迎合了人们对大自然的向往，也给自己带来广阔商机。

"2010 CVAwards最具潜力企业100"第四名，2007～2009年营收复合增长率246%，北京百年栗园生态农业有限公司的董事长对我们说的第一句话是，"我是农民出身，流淌的都是农民的血。"在他踏上有机农业这条路之前，他还做过什么课都教的小学老师，考了牌照做过10年律师，然后，又做了7年的广告人。

这骨子里的农民本质，是拉他最终走上农业的一个重要因素，但事情也不只是这么简单。

于私，尽管做律师和广告人能带来不错的收入，但刘成军说，自己当律师也只是个平庸的律师，广告也只能做到中上水平，因此总感觉潜能还没有完全发挥出来。到了2005年，这个感觉越发强烈。"到那时候，觉得这一辈子还不过瘾。既然我来这世上走了一遭，就要做一件事儿。"

于公，全北京市有200多家上市公司，但刘成军的老家密云县却一家都没有，他想消除这种缺憾。他的出生地，也是公司目前的注册所在地，叫"后栗园村"，旁边的村子叫"前栗园村"，刘成军就用地名给公司命了名，叫做"百年栗园"，当中透着些期许。

但因为有密云水库的存在，在密云县，做大一家工业企业可能性不大，有前途的就只是发展旅游业和农业这两条路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骨子里本质是农民的刘成军，自然是选择了农业。而选好了路，接下来就是怎么走的问题了。

2. 曾经为散养而散养

在四川、山东等农业大省面前，在密云做农业要想有足够的竞争性，就只能走高端农业的路子，做三高农产品，做高科技、高安全性、高附加值产品。

但有机农业的路走起来并非一帆风顺。在最开始的2005年，百年栗园曾采用过“愚昧”的，想象化的散养方法。那时候，有说法是“散养鸡是喝泉水、吃小虫”，或者说，散养鸡是不需要人工喂养的。而这些弯路，刘成军都走过。

最后的实践结果并结合专家的意见，“喝泉水、吃小虫”仅仅是炒作概念，是误导消费者。慢慢地，刘成军发现，散养技术的精髓，是讲究天然、自然，而不是为散养而散养。为散养而散养的典型做法之一是大热天40度还强行让鸡散开，去鸡舍外的太阳下晒。相反，散养应该是充分照顾到鸡群的自然天性，把鸡舍门打开，鸡群想在舍内就在舍内，想出去就出去。

付出代价换取教训之后，如今的百年栗园已经基本上完全自然。在夏季母鸡容易趴窝，但养殖人员也不会强行采用技术使之改变。

不过在母鸡产蛋方面，百年栗园还是采取了一些训练，免得在野外四处寻找鸡蛋。他们在鸡舍里设有产蛋框，眼下99.9%的鸡都会下在自己的蛋框里。

3. 公司+合作社+农户

百年栗园在2005～2006年的摸索期之后，模式逐渐成熟，也开始向周边地区的农民传授经验。如今百年栗园的模式是“公司+合作社+农户”，其中的合作社起桥梁的作用。

刘成军认为，做农业需要有更多的社会责任，需要对消费者负责，同时还应当带领周边的地区和农民共同致富。

为了保护密云水库，大量工厂都无法在密云建立，而山区的老百姓和农民则缺乏就业渠道，收入也低。

百年栗园的机种植却能够把山区老百姓所拥有的生态优势结合起来，进而把生态优势转化成经济优势。这样保证了三方的利益，一是消费者能够买到最健康的产品；二是农民，他们通过生产高端安全的农产品获得超值回报，这进而激发他们保护环境，生产高质量的产品；从2007年到现在，密云县的农民积极性非常高；第三是企业的生产规模能够得到快速发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4.5 大环节覆盖全产业链

百年栗园必须做全产业链，因为有机养殖必须要有有机饲料，第一个环节便是17000亩有机玉米的种植。

密云县政府明文禁止在水库上游的土地里使用化肥和农药，防止雨水将污染物质冲刷到水库中。这是一种行政命令和法律的手段，百年栗园创办之后，把土地承包下来，通过经济效益，调动周边农民去种植有机玉米，获得更好的环保效果。

饲料加工是第二个环节。百年栗园投资建设了一个年产7万吨的饲料加工工厂，保证饲料在加工环节不受到外来环节的污染。

第三个环节是有机养殖，第四个环节是加工。例如，在鸡蛋收集回来之后，相关人员会进行挑选、清洗、消毒和喷码。

最后一个环节是销售。因为"只有百年栗园掌握到产品的终端，才能保证产业链的完善。"

尽管百年栗园的定位是全面做有机农业，但目前做得较好的还是油鸡养殖。有机鸡蛋和有机鸡肉目前已经占有了一定的市场份额。刘成军表示，只有把这块做好了，才有精力做第二个第三个业务。

5. 拥有种鸡场，靠技术减少季节影响

百年栗园拥有自己的研发队伍。其中养殖技术，尤其是规模化散养技术主要来自实践，目前已形成一套完整的技术操作规范。公司同时还跟中国农科院畜牧所、北京农科院、中国农大达成了合作关系。

08年之后，百年栗园拥有了自己的种鸡场。因为北京油鸡非常独特，目前只在中国农科院和北京农科院有保种，真正商品化的生产还不存在。百年栗园目前有一个商品化种鸡场，配合市场规模的快速扩张，到2011年，该种鸡场能解决的供苗能够达到每年400万只，2011到2012年，刘成军希望能够通过农业部对公司研发的新油鸡品种的品系予以认定，这将是拥有知识产权的。

散养受季节变化的影响非常大。百年栗园自从2005年成立起，到今天已做了5年的测定，可以根据不同的季节，投放不同的品种。也是在2008年，百年栗园开始建设标准化保温设备。通过养殖设施和养殖水平的提高，抵消季节变化对油鸡养殖的影响。同时，公司还会对产品的价格进行微调，从而最大限度地保证农户以及消费者双方利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 全国有3大业务区域，采摘获得推广有机理念

百年栗园在密云起家，目前在国内市场拥有3大区域，即以北京为中心的华北区，以上海为中心的华东区和以深圳为中心的华南区。今后在华东和华南地区也会建立生产基地，主要用于鸡蛋的供应。

由于进入时间有所不同，所以在北京的销量最高，上海次之，深圳最后。但是刘成军预计到明年年底，三地会达到均衡，可能华东地区还会超过北京的销量。因为华东地区人群的消费能力更高，人们在饮食方面要求更加精细，因此对价格不敏感。

尽管比普通产品价格高一些，但收入不是人们消费有机食品最重要的因素。刘成军说，月收入在两三千的家庭，小孩也会经常吃麦当劳或者肯德基这样的洋快餐，吃一次最少要30多块钱。如果一个月少吃一次洋快餐，全家的鸡蛋就能够全部从普通鸡蛋换成有机鸡蛋。因此决定人们对有机食品的消费的因素，是消费理念。刘成军举例说，最早接受有机食品的群体是医生、护士和老师，就是因为他们对食品安全的意识更强。

为了推广有机农业和循环经济的理念，一切为产业服务，百年栗园还推出采摘活动，希望北京市内以及外地的消费者、媒体到基地去参观、休闲。让游客通过亲身体验了解整个生产过程。

7. 天图在最佳时间介入进来

百年栗园经过4年发展，到了2009年，在技术、团队的打造、市场推广等方面已经具备一定的基础。其中2008~2009年，一直面临产品供不应求的状态。“市场给了你机会，如果没有抓住就会错失。”百年栗园面临迅速扩大规模的问题，这时候天图创投出现了。刘成军评价说，“天图是在最佳的时间介入进来，注资对公司发展非常关键。”

投资此项目的天图创投合伙人王岑（百年栗园现任董事）对ChinaVenture表示，有机农业并不是个新概念，但有机农业必须得落地，而不能只是个高端的“消费概念”；农产品必须有广大的受众群，而“有机农产品”也是农产品，而不能成为奢侈品。

王岑说，百年栗园的切入点恰到好处，“正确的时间做了正确的事，事情对了，那就剩下判断人”。经过天图长期与刘总与其高管的接触中，“负责，勤奋，认真”六字是百年栗园团队给天图创投的印象，而这六字也是天图创投一贯的宗旨；“ 眼睛对上了，那就结婚吧，很简单。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于有了天图的资金支持，百年栗园明年的规模要在今年基础上翻两番。

融资所得主要用于基础设施建设，包括建设了一个北京油鸡的商品化种鸡场；一个年产7万吨全自动饲料加工厂，还在道路、水电、景观上有所投入。其中，景观建设是为了吸引消费者前来基地参观休闲，“明年到我们这里来的旅客，每周会是今年2倍以上。”

8.3 年内成国内首家有机农业上市公司

谈及未来，刘成军心情非常好，也信心十足。在他看来，农产品市场有多大，有机市场就有多大。因为中国经济肯定会更好，人民生活水平肯定会更高。吃是人第一需求。如今在美味方面，已经没有多大的挖掘空间了，能挖掘的就是健康方面。2008年三聚氰胺事件相当于一次恐吓性市场宣传，告诉消费者食品安全到了触目惊心的程度，国人对健康理念的追求呈爆发性增速。

刘成军对未来的规划是，在3年之内，百年栗园的产品能在以上3个地区全覆盖，同时辐射到大连、青岛这样的二线城市；同时还争取打入日韩地区。同样，在3年内，百年栗园登陆中小板/创业板，成为国内第一家有机农业上市公司，密云第一家农业上市公司。

（五）《投资与合作》(2011年4月27日)：百年栗园的养“蛋”经

和其他工业化鸡场中的鸡相比，百年栗园养出的鸡有点“野”。

在北京密云县的6000亩有机农业示范园中养殖了13万只“特别”的北京油鸡，与其他工业化鸡场中的鸡相比，它们有点“傲慢”。它们不是鸡笼里机械性的“动物工人”，没有较高的“职业素养”，它们随心所欲，经常散步，但却不常下蛋。“供养”着这些特殊油鸡的就是北京百年栗园生态农业有限公司（以下简称为百年栗园），公司通过养殖的北京油鸡，培育出“百年栗园”有机柴鸡蛋、有机柴鸡肉等品牌。

在市面上，百年栗园的鸡蛋价格已经达到1.9元/枚，人们是否愿意多花几毛钱去吃这些“上过房、吃过虫”的北京油鸡下的蛋？

2010年5月，深圳市天图投资管理有限公司（以下简称为天图创投）、天津天图兴盛股权投资基金合伙企业完成了对百年栗园4,500万元的投资。融资资金主要用于基础设施建设，包括在百年栗园的北京基地建设了一个北京油鸡的商品化种鸡场，以及一个年产7万吨全自动饲料加工厂等，同时还有一部分用于百年栗园生态园内的景观建设。显然，一向眼疾手快的资本投资者愿意为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百年栗园这些有点"傲慢"的种鸡买单。

1. 坚持从蛋入手

"有机天然"的概念在美国已经成为时尚,美国最大天然食品零售商 Whole Foods Market 曾在华尔街的资本市场上备受追捧。如今,有机农业的热风吹到了中国市场。但摆在超市货柜上的有机水果、有机蔬菜等商品的价格,和非有机商品价格的巨大差距也让人叹为观止。百年栗园从鸡蛋入手,用几角钱的价格打开有机鸡蛋的市场。

天图创投的合伙人王岑坦言,在现代农业的投资中,找对人是关键。"投资百年栗园的原因有二,一是对事,二是对人。"王岑说道,"有机农业的行业前景明朗,同时有机鸡蛋相比于其他有机食品的价格更易被消费者接受,更易成为日常消费品;另外,因为百年栗园董事长刘成军是土生土长的密云人,又是知识分子下海经商,在创业的热情、理念和方法上都有优势。"

2005 年,刘成军在他的出生地,一个叫"后栗园村"的地方注册成立了公司,旁边的村子叫"前栗园村",刘成军就给公司起名叫做"百年栗园"。百年栗园依托密云县当地独特的生态优势,发展柴蛋鸡养殖产业,带动了整个密云县有机柴鸡蛋产业发展。

刘成军在摸索过程中,逐渐缕清了百年栗园做全产业链的产业模式。"首先,有机养殖的饲料必须是有机的,我们有 1.7 万亩有机玉米的种植地。其次是饲料加工厂,百年栗园建立了一个年产 7 万吨的饲料加工厂。接下来就是进入有机养殖阶段,这个阶段用示范基地做培训,带领农户进行有机养殖。养殖出的产品进行加工后,就进入了最后的销售阶段。从饲料到销售终端,百年栗园建立了一个完善的产业链。"刘成军介绍说。

在这一系列完整的全产业链中,百年栗园的主要赢利环节在种鸡培育、饲料加工和产品销售三部分。尽管百年栗园的定位是全面做有机农业,但刘成军深知想做大先做强的道理。他坚持从鸡蛋入手,在百年栗园的所有产品中,有机鸡蛋和有机鸡肉产品占到所有产品种类的 95%,而其他产业链环节生产出的产品仅定位于特殊渠道的礼品销售,短期内没有拓展更多产品的想法。

市场对百年栗园产品的反馈让刘成军非常满意,但示范培训基地里的 13 万只鸡的存栏量显然供不上市场需求。百年栗园采用"公司 + 合作社 + 农户"的生产模式,以公司化的管理带动合作社的建立,以合作社的方式带动农户的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增收。在百年栗园的示范培训基地的职能中，对其生产的要求很低，主要起科研、示范、培训的作用。在刘成军的带领下，密云县已经有500多家养殖农户、1000多家种植农户加入进来，百年栗园真正的生产在农户中。

摸清了自己的赢利模式，刘成军带着百年栗园走到今日，已经有了过亿的销售收入。

2. 严格把关食品安全

同仁堂的抱柱对联"修合无人见，存心有天知"是刘成军最推崇的祖训。安全是食品行业的隐形炸弹，这也是投资方在投资该行业最为担忧的风险。当许多鸡蛋品牌由于苏丹红事件、三聚氰胺事件纷纷下架时，百年栗园的鸡蛋却依然能够摆在超市货架上。两次食品安全事件对百年栗园来说不仅是考验，更是机会。刘成军敢对百年栗园鸡蛋的食品安全拍胸脯，直言："你可以不买我的鸡蛋，但是不能说我的鸡蛋不好。"

百年栗园饲养的北京油鸡品种是中国珍贵的优良地方鸡种，被《中国家禽品种志》收录。距今已有300多年的历史，曾经长时间作为宫廷御膳用鸡。相比普通肉鸡，北京油鸡必须散养不能笼养，而且饲养周期较长，同普通肉鸡相比，饲养成本高，效益却不高。普通养鸡场里的海兰褐鸡种的产蛋率高达97%，即100天里产97枚蛋，而百年栗园养殖的北京油鸡产蛋率只有40%～50%。但百年栗园的有机鸡蛋的突出特色就是无化学添加的食品安全。

酒香也怕巷子深。百年栗园品牌的忠诚度大于知名度，这对刘成军来说是个问题。但他知道，一个品牌建立的过程中，要耐得住寂寞。刘成军希望百年栗园的基地建成了一个农业观光生态园，希望感兴趣的消费者到生产基地里参观、休闲，对百年栗园做全方位的了解。"有一天，我们希望把我们全程的生产过程放到网上，接受大家的监督。"所以，刘成军将一部分资金用于生态园内的景观建设，希望通过参观提升百年栗园的知名度，也希望通过生态园来倡导有机农业的概念。

在创立百年栗园之前，刘成军做过小学老师，当了10年律师，又做了7年的广告人。转了一圈之后，土生土长在密云的刘成军又回到了这块土地，开始了有机农业的创业历程。"我发现自己真正的兴趣还是在农业，做这些事情能让我有自我满足感。"刘成军真的做成了，如今百年栗园的沼气池供着全村1000多户的燃气，1500户农民也在和百年栗园的合作中获得了每年3.5万元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增收。

为了保证食品安全和品质，百年栗园和农户之间的合作非常紧密。在百年栗园内部，采取"六统一"的方针进行管理。从环境、鸡种、饲料、操作程序、防疫、销售等六方面做到统一，保证每家农户所生产的鸡蛋品质合格。随着百年栗园规模的扩大，吸引人才的需求也在增大。五年以来，百年栗园的技术服务中，大学专科以上学历的成员达30人；销售队伍的骨干人员已有50人的规模，算上分布在超市的销售人员，百年栗园的销售团队有300人的规模。加强团队的建设也是投资方的期待。

3. 紧盯三地布局

北京、上海、深圳是百年栗园主要布局的三大市场，目前产品已进入了上述三地的600多家商超。三个一线城市中高消费者相对集中的区域，以北京为中心辐射华北地区、以上海为中心覆盖华东地区、以深圳为中心立足华南地区，为百年栗园走向二三线城市打好了市场基础。

在北京站稳脚跟后，百年栗园打入上海市场。从市场反馈来看，上海市场的增幅表现让刘成军非常满意。刘成军预计到2011年年底，三地的销量会达到均衡，可能华东地区还会超过北京的销量。

"我们2011年能达到存栏量400万只，2012年能达到700万只。但是产品仍然会处于比较紧俏的状态。"刘成军表示，今后在华东和华南地区也会建立生产基地，主要用于鸡蛋的供应。尽管比普通鸡蛋、鸡肉产品价格高一些，但刘成军认为，有机鸡蛋、有机鸡肉产品已经成为日常消费品。从早餐配比来看，一般人在早餐时会选择一个鸡蛋加一块干粮，多花几角钱选择一个无化学添加、具有蛋香味的鸡蛋，在价格上没有障碍。所以决定人们消费有机食品的因素不是价格，是理念。这也是刘成军着力布局北京、上海、深圳三个市场的主要原因。

同时，百年栗园定位于中高端消费人群，也避开了激烈的竞争。由于北京油鸡的产蛋率低，散养的人力成本高，造成百年栗园的生产成本很高，所以百年栗园面对的人群更多集中在追求生活品质和健康的人群中。这种定位也有效地与同行间形成互补的关系，满足不同需求的消费人群。在未来的几年中，百年栗园逐步将有机食品的理念带到二三线城市中去，开拓新的市场领域。

"所有搞有机农业的人都是有毅力耐得住寂寞的人，这是一个长期的过程，这个行业需要大家一起来培育。"刘成军说。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（六）溢海投资顾问（2011 年 7 月 17 日）：2011 年第二季度私募股权融资回顾及案例点评

4 月份，北京百年栗园生态农业有限公司完成新一轮融资，总金额为 1 亿元，德同领投，另外有其他投资机构参与。

百年栗园是一家致力于有机、生态食品研发、生产、销售的农业公司，是北京市农业产业化重点龙头企业。百年栗园在密云县拥有占地约 6000 亩山地的“柴鸡散养培训示范基地”。目前，百年栗园有机鸡蛋、生态鸡蛋和有机鸡肉柴鸡已进入北京、上海、广州、深圳等一线城市，目标客户为高端消费者。

在食品安全屡屡受到冲击、中产阶层持续扩充的环境下，绿色食品受到青睐是必然的。传统的农业行业，加入了“有机农业、循环经济、生态富民、可持续发展”元素，不仅产品质量有了大的提高，产品附加值也有了大的提升，使百年栗园成为现代农业的典范。2010 年 5 月，天图创投注资百年栗园，2010 年 8 月，天图创投再次投资百年栗园。在这之后，有数十家机构争抢入驻百年栗园，德同资本最终能够入选，除了因为他们具有有机农业投资经验之外，沃尔玛家族是德同资本的 LP 也是重要原因。百年栗园的主要销售途径是商场和超市，业内人士预计，此次融资将有利于百年栗园的发展。

本书点评

通过这个案例，得到两个启示：①百年栗园是典型的收入模式创新案例，通过产品价值创新，传统产业实现了行业创新，创造出全新的价值，企业成长性值得期待，也会吸引了投资者的注意；②我们建议企业融资的时候，也需要对投资机构进行“尽职调查”——综合评估投资机构给企业带来怎样的增值服务，不能谁出价高，就接受哪一家机构的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十六章　比亚迪电动车:全球金融风暴后获得股神巴菲特逆市私募投资

一、案情介绍

（一）公司简介

比亚迪股份有限公司由王传福创立于1995年,2002年7月31日在香港主板发行上市(股票代码:1211. HK),是一家拥有IT和汽车两大产业群的高新技术民营企业。目前,比亚迪在全国范围内,已在广东、北京、陕西、上海等地共建有九大生产基地,总面积将近700万平方米,并在美国、欧洲、日本、韩国、印度、台湾、香港等地设有分公司或办事处,现员工总数已超过15万人。

2011年8月29日,比亚迪公司部分员工离职,称公司裁员比例高达70%。

2003年,比亚迪收购西安秦川汽车有限责任公司(现"比亚迪汽车有限公司"),正式进入汽车制造与销售领域,开始民族自主品牌汽车的发展征程。发展至今,比亚迪已建成西安、北京、深圳、上海四大汽车产业基地,在整车制造、模具研发、车型开发等方面都达到了国际领先水平,产业格局日渐完善并已迅速成长为中国最具创新的新锐品牌。汽车产品包括各种高、中、低端系列燃油轿车,以及汽车模具、汽车零部件、双模电动汽车及纯电动汽车等。代表车型包括F3、F3R、F6、F0、G3、L3等传统高品质燃油汽车,S8运动型硬顶敞篷跑车、高端SUV车型S6和MPV车型M6,以及领先全球的F3DM双模电动汽车和纯电动汽车E6等。

2008年10月6日,比亚迪以近2亿元收购了半导体制造企业宁波中纬,整合了电动汽车上游产业链,加速了比亚迪电动车商业化步伐。通过这笔收购,比亚迪拥有了电动汽车驱动电机的研发能力和生产能力。作为电动车领域的领跑者和全球二次电池产业的领先者,比亚迪将利用独步全球的技术优势,不



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



断制造清洁能源的汽车产品。

电动车在城市公共交通和个人交通方面,具有广阔的发展前景。2008 年 12 月 15 日,全球第一款不依赖充电站的双模电动车比亚迪 F3DM 在深圳上市,吹响了解决能源紧缺、二氧化碳减排和环境污染三大问题的号角。在比亚迪双模电动车的过渡下,纯电动车时代亦不再遥远。2010 年 1 月,e6 纯电动车获准公告上市;2010 年 5 月,比亚迪 e6 纯电动出租车,即全球首批纯电动出租车,批量推出上路运营。2010 年 1 月,K9 纯电动客车研发成功;同年 9 月,K9 正式下线;2011 年 1 月,K9 在深圳、长沙分别投入载客试运营。比亚迪逐步确立全球新能源汽车领域的领先地位! 目前,全球最资深的传统汽车发明者奔驰与全球最年轻的电动汽车技术先锋比亚迪已经展开合作!

(二)资本市场

2002 年 7 月 31 日,比亚迪在香港联交所主板发行上市(股票代码:1211HK),创下了当时 54 支 H 股最高发行价纪录。

2007 年 12 月 20 日,比亚迪电子(国际)有限公司(股票代码:0285. HK)在香港主板成功上市,表现理想。

2008 年 9 月 27 日,美国著名投资者巴菲特的投资旗舰——伯克希尔 - 哈撒韦公司旗下附属公司中美能源控股公司,宣布以每股 8 港元的价格认购比亚迪 2.25 亿股股份,约占比亚迪本次配售后 10% 的股份比例,本次交易价格总金额约为港币 18 亿元。

伯克希尔 - 哈撒韦公司 CEO 巴菲特先生表示:能够作为比亚迪和中国人的合作伙伴,我们对此非常兴奋,王传福先生具备独特的管理运营能力和优良记录,我们盼望着和他的合作。

MidAmerican 主席 David Sokol 先生表示:非常高兴能有机会投资像比亚迪这样优秀的企业,他们的产品对于环境保护做出了杰出的贡献。比亚迪的创新技术在全球持续探讨的全球气候转变及环保方面的课题上,均担当重要的角色。

比亚迪主席王传福先生非常欣喜地表达了谢意,比亚迪非常欢迎像 Berkshire Hathaway 和 MidAmerican 这样的长期战略投资伙伴,该投资将对帮助比亚迪新能源汽车及其他环保产品在全球的推动具备战略意义。

2008 年 9 月 29 日,MIDAMERICAN 将和比亚迪公司共同召开新闻发布会,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MIDAMERICAN 主席 David L. Sokol 先生将亲临香港，与比亚迪主席王传福先生联合主持该新闻发布会，并向媒体详细说明协议的内容，以及本次认购的相关信息。巴菲特投资对于加速比亚迪新能源汽车，及其他环保产品在北美和欧洲市场乃至全球的推广，都极具战略意义。

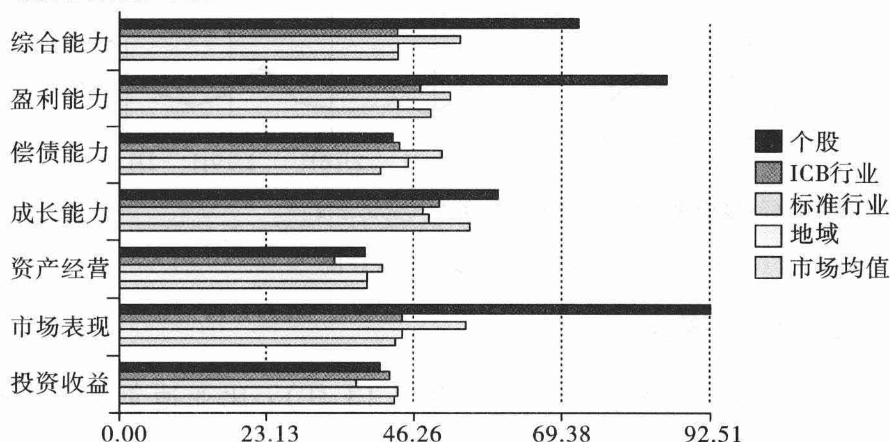


图 66－1　比亚迪最新财务评估与行业、市场比较

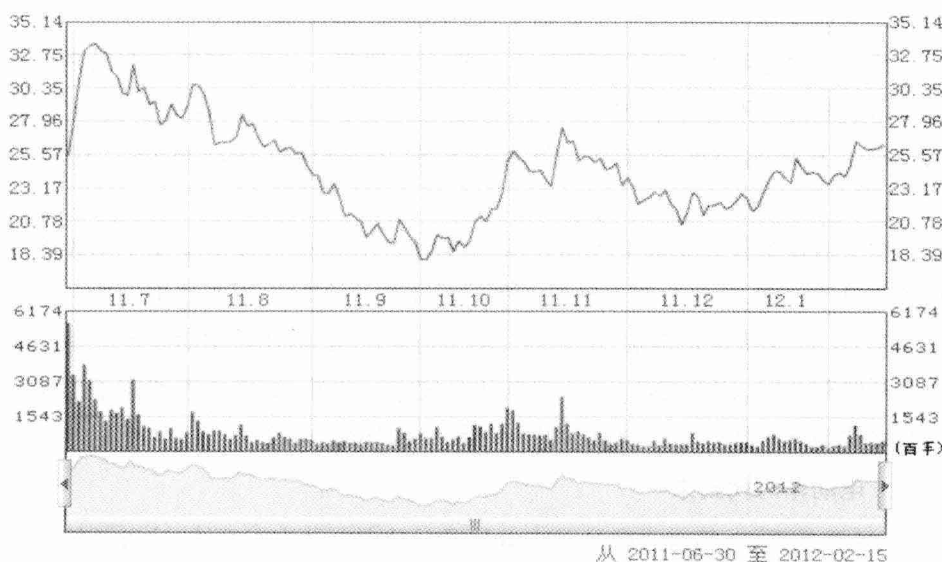


图 66－2　比亚迪(002594)股票行情



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



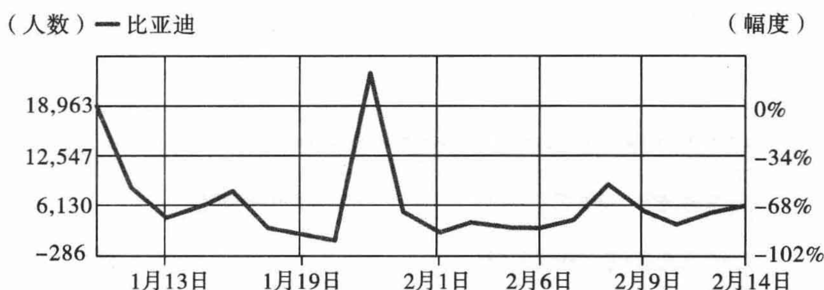


图 66-3 比亚迪关注度

二、各方观点

（一）《证券时报》(2008 年 10 月 13 日)：比亚迪董事长细说巴菲特入股 股神曾遭拒绝

比亚迪双模电动车将于年底前上市，电动汽车时代来临 。

比亚迪最近动作连连，巴菲特 18 亿港元入股仅一周后，旋即宣布以 2 亿元人民币收购上游产业宁波中纬，而在日前开幕的深圳第十届高交会上，比亚迪又发布了其新能源汽车领域的最新技术成果——DM（Dual Mode，“双模”）技术。

比亚迪董事长兼总裁王传福表示，搭载 DM 技术的双模电动车 F3DM 将于年底前量产上市，这标志着电动汽车的时代来临。而对于比亚迪推出的一款纯电动车 e6，巴菲特很是喜欢，希望第一辆由他来试驾，他还希望明年 5 月份在美国召开股东会时，比亚迪能运 50 部电动车过去。此外，王传福还透露了巴菲特入股比亚迪的一些细节，并称巴菲特希望继续增持公司股权。

1. 电动车时代到来

DM 汽车系统，简言之就是可充电的混合动力电动汽车系统，这种系统将会取代油电混系统，成为世界上最主流的新能源汽车系统。

王传福表示，比亚迪 F3DM 的双模电动汽车系统车型主要针对上班族，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的推出标志着不依赖充电站的电动车时代的到来。他介绍，比亚迪将纯电动模式续航里程设计在100公里，基本上能满足95%的人的出行要求，该电动车在刹车时可以回收电能，因此在经常需要刹车的城市行驶功耗低于在郊区行驶的功耗。

在比亚迪总裁王传福看来，比亚迪的电池是最有可能实现商业化的颠覆性技术。目前，传统锂离子电池充电时间至少要4到5个小时，而双模电动汽车在专业的充电站上快充15分钟可充满80%，即使是在家用电源上慢充，也只需要9个小时就可以充满。王传福表示，当今世界掌握双模技术的只有通用、丰田和比亚迪三家企业，但通用、丰田的电动汽车一次充电只能行驶25公里，而比亚迪DM电动汽车却能行驶100公里，同时，比亚迪DM汽车还突破了反复充电、家用插座充电两大技术难关，使电动汽车在使用上更为方便。

王传福说："他们的价格和我们也没法比，我们的价格至少是他们的价格除以2再减一点。"

2. 巴菲特希望率先试驾e6

F3DM量产上市后，比亚迪还将推出纯动力车e6，它的上市时间可能是明年下半年。王传福告诉记者，巴菲特很喜欢这个车，希望第一辆由他来开，还会叫上他的好朋友奥巴马。"他希望比亚迪的电动车在美国做得很漂亮，包括整个策划，还想在明年5月他公司开股东会的时候我们拿50部车去。"王说。

据王传福介绍，手工制造的e6样车已经做好。巴菲特热门接班人Mid-american（中美能源控股）主席David Sokol就开过e6样车。目前供e6批量生产的模具件也已经做好，11月将可用模具件制造出第一辆车。比亚迪将该款车设计成总功率200千瓦，百公里的耗电18度，10分钟可以充50%。

王传福还表示，该车将重点针对美国市场，因为美国市场也需要这样的车。其价格大概在人民币20万以内，折合成美元不足3万。其次是面向中国的出租车市场，他希望在2011年深圳举办世界大学生运动会的时候，深圳的出租车能全部换成e6，让深圳的空气变得更干净，他还希望北京、上海的出租车都能换成类似的车。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书点评

本书点评：现在看巴菲特老先生像在当托嘛。是利欲熏心？还是……

(二)《今周刊》(2009年9月17日)比亚迪、巴菲特、电动车下一个新产业赢家会是谁

金融海啸席卷全球，正好届满一周年，美国总统奥巴马发表电视演说，呼吁世人勿再让金融海啸重演。这一场几乎撞击全球，甚至毁灭全世界的金融体系危机，毁灭了全世界很多巨富，但也诞生了很多新赢家。例如，中国比亚迪的王传福，就像是一颗闪耀光芒的明日之星，而投资家巴菲特就像一个不倒翁，在危机中稳操胜券，而将这两个人拉在一起的是巴菲特旗下的中美能源公司(Mid-American)。

去年在金融海啸中，比亚迪股价一度重跌到6港元，中美能源以每股8港元入股比亚迪10%股权，总股数是2.25亿股，这是巴菲特看中的第二档中国投资个案。巴菲特的第一个中国投资案是中国石油，2003年中国石油股价跌到1.59港元左右，巴菲特默默敲进，他在中国石油总投资金额约4.88亿美元，到了金融海啸来袭之前，2007年巴菲特在油价涨到147.27美元之前，逢高分批出售中国石油，回收资金超过40亿美元，巴菲特边卖股，边喊卖得太可惜，卖得太早，事后才印证他是大赢家，因为金融海啸后，中国石油再也没有回到巴菲特卖出的价位。

巴菲特慧眼相中比亚迪，也带出了几个投资与产业的关键。一是在中国电子代工领域中，富士康的竞争力远胜于比亚迪，巴菲特为什么选中比亚迪，不选富士康？为什么巴菲特不选素有电子代工领域成吉思汗美誉的代工霸主郭台铭，却是看中年仅四十三岁的王传福？

二是巴菲特入股比亚迪，是以旗下中美能源投资的名义入股，以环保节能为诉求。因此，巴菲特看中比亚迪的，不是手机代工业务，而是中国的汽车市场成长潜力与王传福介入油电混合车与电动车的雄心壮志，而非投资比亚迪的手机代工业务。

三是巴菲特选到一个最好的危机入市的点，在金融海啸中低价入股比亚迪，结果短短半年多，比亚迪股价暴涨将近十倍。更重要的是，巴菲特以他个人具有财力的投资行动，宣示一个产业的大未来，那就是汽车市场风起云涌的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化。其一是车市的巨变，中国取代美国成为全球最大的汽车销售市场；其二是环保节能省电车正式上路，全世界车厂都在电动车市场寻找新商机，而与电动车有关的上中下游零组件产业，正式进入起飞的年代。

巴菲特入股比亚迪不到一年时间，比亚迪果然交出亮丽成绩单，为了切割手机与汽车业务，比亚迪在巴菲特入股之前，就将手机代工业务分拆出来，另外成立比亚迪电子，让比亚迪专注汽车与电池相关业务。今年半年报揭晓，2009年上半年比亚迪营收达161.32亿人民币，成长30.2%，税前赢利14.58亿人民币，成长71.5%，净利达11.78亿人民币，成长97.7%，EPS(每股税后纯益)是0.57人民币。

而分拆出来的比亚迪电子，营收是38.01亿人民币，成长4.5%，税前赢利2.64亿人民币，衰退43.3%，净利为2.29亿人民币，衰退46.8%，EPS是0.1人民币，果然半年报公布，两家命运不相同。

比亚迪电子因为手机业务疲弱，业绩出现衰退，营收虽成长，但获利却减少近五成。但是郭台铭的富士康国际却比比亚迪电子更惨，富士康国际2009年上半年营收31.62亿美元，衰退34%，却出现1,870万美元的亏损，严重影响台湾鸿海的业绩。

反观比亚迪汽车业务今年大幅成长，今年上半年，比亚迪汽车业务营收达88.77亿人民币，成长133%。比亚迪从手机电池起家，但短短几年之内却摇身一变，成为车市黑马，比亚迪旗下有经济车型的F0、中级车F3、两厢时尚车型F3R，以及中高级车F6，今年上半年中国汽车销售超过六百万辆，比美国汽车销售多出100万辆，在中国前十大汽车销售排行榜中，比亚迪上半年售出17.68万辆，成长176%，是中国跃升速度最快的汽车厂。

除了汽车销售大幅成长外，比亚迪的二次充电电池业务，受到全球手机市场下滑影响，营收19.25亿人民币，下滑41%，其中锂离子电池销售12.83亿人民币，下跌四成，电池及相关产品业务的税前赢利1.94亿人民币，下跌42%，电池业绩衰退，但是获利能有近一倍成长，汽车业务扮演了重要角色。

比亚迪预估今年汽车销售可达41.5万辆，2010年可达65万辆，到2011年可突破一百万辆。面对着中国汽车市场以惊人的速度成长，年轻的王传福持续采用高杠杆操作，比亚迪到2011年至少还要再投入30亿美元的资本支出，2009年负债比已达76%，2010年将超过100%，比亚迪有强大筹资需求，巴菲特找上门来，正好助他一臂之力。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



王传福成为波克夏一年一度股东大会奥玛哈盛会的超级贵宾，比亚迪的电动车切成两半，摆在股东大会现场供人参观，使得比亚迪电动车还未量产已声名大噪，王传福也从中国民企的企业主摇身变成电动车市场的超级明日之星。

本书点评

比亚迪有了巴菲特加持，发挥了鱼帮水、水帮鱼的效果，犹如加装了涡轮引擎的马达跑得特别快。比亚迪股价最低跌到 6 港元，后来巴菲特以每股 8 港元入股，拿下 2.25 亿股，这才是去年四月间发生的事。没想到半年光景，9 月 14 日比亚迪股价已冲高到 64.1 港元，半年涨了将近 10 倍，比亚迪市值达到 1,458 亿港元，而巴菲特入股 2.25 亿股也增值到 144.25 亿港元，这很可能是巴菲特入股的标的中，上涨速度最快的标的，印证了股神巴菲特的危机入市仍有他独到的一面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十七章　博信资本注资蓝特光学

一、案情介绍

（一）公司简介

浙江蓝特光学股份有限公司前身为蓝特光学镀膜厂，创办于 1995 年。位于嘉兴市秀洲区洪合镇工业开发区，地处上海与杭州之间，厂房占地面积10500 平方米，建筑面积 12000 平方米。专业从事各类光学棱镜（屋脊棱镜/达赫棱镜、半五棱镜/辅助棱镜、道威棱镜、阿贝棱镜、普罗棱镜、长条棱镜、直角棱镜），透镜（双凸透镜、双凹透镜、平凸透镜、平凹透镜），窗口片（圆片、方片、反射镜）的生产及光学镀膜加工，是浙江省高新技术企业。

公司自成立以来就将发展方向定位于开发和生产具有高科技含量的产品上。

历经 10 多年的发展，公司先后开发了“红点物镜镀膜”“别汉屋脊棱镜”“宽带增透膜”“装饰绿膜”“天望透镜”“光电显示棱镜”“ 大规格棱镜”“五棱镜”“太阳能聚光棱镜”“指纹棱镜”“ 汽车广角后视镜” 等产品。

如今，你可以从望远镜、显微镜、数码相机、多媒体投影仪及瞄准仪等高科技产品的核心部件里找到蓝特光学的产品，这是客户对蓝特产品认可的充分体现。但对于我们来说，这仅仅是一个开始，凭借多年来与欧美和日本等名家大厂及国内众多客户合作的经验，我们更注重于产品品质的不断提升，以不断满足客户日益增长的个性化需求。

（二）发展历程

嘉兴蓝特光学有限公司成立于 1995 年，是一家专业从事高精度光学棱镜、透镜生产的省级高新技术企业。生产的“别汉屋脊棱镜”产品获得了国家级科技中小企业创新基金无偿补助，产品也被认定为浙江省高新技术产品。

2004 年，企业又率先成立了新产品研发中心，以研发中心为依托，对具有市场潜力的光学产品进行预研，不断对光学的新工艺、新技术进行开发性研究，使公司后劲源源不断。2004 年，新建了高精度直角棱镜生产线；2005 年，对现有



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



屋脊棱镜进行了工艺改进，开发相位膜产品；2006年，新建数码长条棱镜生产线；2007年，对生产线进行数字化工艺管理改造，投入大量的高精度数控设备。

通过大力引进高学历及各类专业技术人才和对企业研发经费的大力投入，蓝特光学滚动发展，在近三年内连续实现年增长超过50%，至2007年，企业实现产值4,000多万元，上缴国家各项税费200多万元，全年发放员工工资600多万元，创造了良好的社会效益和经济效益。企业的知名度也大大增加，拓展了国际市场，与德国蔡司、斯坦纳、日本尼康、富士能、肯高等知名企业展开了合作。

1995年，公司率先在国内利用国产设备开发出在光学镜片上镀制“红膜”技术。

1998年，引进别汉屋脊棱镜生产线，同年该生产工艺获国家科技部“中小型企业技术创新基金”无偿资助。

2000年，该产品被认定为“浙江省高新技术产品”。

2001年，公司被评为“嘉兴市高新技术企业”。

2003年，公司滚动发展，又开了一条技术含量较高的大透镜生产线；同年公司被评定为“浙江省高新技术企业”。并通过了ISO9001:2000版质量体系认证。

2004年，公司组建了一条背投棱镜生产线，并被评为“文明单位”。

2005年6月，公司被评为“浙江省工商企业信用AAA级守合同重信用单位”。

2006年，组建了长条棱镜生产线，并于该年3月份正式投产，同年二月份公司被授予“2005年度优秀科技型企业”称号。

2007年，公司被授予“2006年度十佳科技型企业”“入围型规模龙头企业”“2006年度先进科技型企业”“2006年度纳税超百万企业”“秀洲区劳动关系和谐企业先进单位”“党建带工建三级联创先进职工之家”“2006年度安全生产先进集体”等多项称号。

公司连续五年被市人民政府授予“诚信企业”荣誉。

自2003年以来，连续四年被评为工会工作先进集体。

二、各方评述汇集

（一）《嘉兴日报》(2008年12月9日)：嘉兴蓝特光学获200万元风险投资

“新型汽车反光镜的开发应用项目计划投资1,300万元，正当企业为项目前期研发资金发愁时，获得了这200万元风投基金。我们还用基金中的50万元与一所培训学校签订了一个横向合作课题协议。12月份启动培训，使企业能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以更好的管理水平推进该项目。”昨天，嘉兴蓝特光学有限公司董事长兼总经理徐云明说起日前获得的200万元风投基金时，满脸兴奋，称赞该基金不仅及时解决了企业研发资金短缺的具体困难，而且让企业感受到了秀洲区政府帮企业共克时艰的实际行动，增添了企业发展的信心和动力，“我们一定要把企业发展好，确保按时偿还这笔基金。”他说。

据徐云明介绍，该企业这次获得的200万元秀洲区创业创新风险投资基金的合同期为3年，主要用于新型汽车反光镜开发应用项目的研发投入等。该项目最近已成功试生产，待项目全部完成后，预计每年可新增销售收入2.4亿元、税利7,000余万元。

作为政府性投资基金，秀洲区创业创新风险投资基金是区委、区政府为贯彻省委“两创”战略而于今年4月份设立的，以促进国内外优质资本、项目、技术、人才向秀洲区聚集，首期资金1,500万元，基金投资合同期一般为3年。经过企业申报，镇、工业园区推荐，有6个项目被列入考察对象。后经严格审查，嘉兴蓝特光学有限公司的新型汽车反光镜的开发应用项目和嘉兴市越龙提花织造有限公司的天然织物生产流水线等两个项目被列入首批基金支持项目。11月下旬，秀洲区创业创新风险投资基金以资本金形式向嘉兴蓝特光学有限公司和嘉兴市越龙提花织造有限公司分别注入200万元，帮助企业创业创新。

（二）溢海投资顾问（2011年7月17日）：2011年第二季度私募股权融资回顾及案例点评

1. 博信资本注资蓝特光学

4月28日消息，博信资本注资蓝特光学，数额不详。谈及此次注资蓝特光学，博信方面表示，尽管蓝特光学目前规模不大，但其在边缘光学领域的拓展卓有成效，以市场和技术驱动企业发展和业绩增长的战略定位，也符合从“中国制造”向“中国创造”转型的趋势。

蓝特公司创办于1995年，以前一直专注于传统的光学玻璃生产，市场拓展空间小、产品利润率低。在2003年至2008年的5年时间里，企业不惜投入巨资进行研发，企业研发中心完成了从市级向省级的升级。随着技术实力的不断增强，蓝特公司产品竞争力有了质的提升。2008年初，全球最大的汽车反光镜制造商亚太地区负责人主动找上门来要求蓝特公司参与汽车反光镜的技术研发。2008年年底，蓝特公司研发并生产出无盲区侧视反光镜。这种反光镜可自动切换视觉死角。新产品的成功研发生产，填补了汽车反光镜领域的技术空白，成为中国第一家攻克这一技术难题的厂家。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



依靠无盲区侧视反光镜的开发应用，蓝特公司开始在国际市场崭露头角。2009年，欧洲一家大型太阳能发电机组生产厂家向包括蓝特公司在内的国内30家企业发出聚光器试样的请求。由于该产品需要在三根手指大小的玻璃上完成214个面的加工，每个细小的生产环节都可能造成产品报废。去年下半年，蓝特公司完成交货。凭借高超的生产工艺和良好的管理水平，蓝特公司再次毫无争议地成为这一产品的唯一生产厂家。汽车光学和新能源光学两大产品的批量生产，不仅使蓝特公司的年增长率保持在30%以上，而且也改变了企业的产品结构，找到了具有更高附加值的产品。

2. 溢海观点

这是一个通过科技创新，实现产品创新，参与到新兴行业发展，分享新兴行业爆发性增长成果的成功案例。这也正是蓝特光学项目吸引投资机构的重要原因。从蓝特提供聚光器，间接分享到新能源产业暴发性增长产业盛宴的案例，我们得到两个启示：①中小企业可采用作为新兴产业中的大型企业的配套生产商或服务商，间接参与这些对企业的财力、物力和人力要求高，中小企业难以进入的新兴产业的发展，分享产业发展成果。②很多投资机构钟情于“细分行业的隐性冠军”。确实，希望每一个企业都成长为大集团并不现实，企业在细分行业能成为行业中的“三甲”，也可获得成长空间。对于中小企业，在细分市场上取得突破，也是一个不错的成长路经。

（三）中国光学英才网（2011年4月28日）：博信宣布注资蓝特光学

ChinaVenture北京时间4月28日早间消息，ChinaVenture独家获悉，博信资本近日作为战略投资人，注资蓝特光学，具体金额不详。

谈及此次注资蓝特光学，博信方面表示，尽管蓝特光学目前规模不大，但其在边缘光学领域的拓展卓有成效，以市场和技术驱动企业发展和业绩增长的战略定位，也符合从“中国制造”向“中国创造”转型的趋势。

博信资本合伙人孙兵认为，徐云明的机械技术背景与光学加工的跨界嫁接，为传统加工工艺的改造和升级提供创新思路，“这种‘中国创造’的动力和聚光光伏市场未来爆发式增长的空间，正是蓝特光学项目吸引博信资本的两大亮点。”

ChinaVenture投中集团旗下数据库产品CVSource统计显示，这是博信资本继2010年12月对浙江福莱特玻璃投资1亿元人民币后，在新能源领域的又一次投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年，蓝特光学首先在汽车光学领域取得突破，与一家占据全球汽车后视镜市场45%的国际汽配行业巨头达成合作，成为无盲区后视镜的全球唯一镜片供应商。

2010年，蓝特光学进入能源光学领域。公司注意到，高倍聚光光伏（HCPV）以高达40%的能量转化效率和减少对硅料的使用，克服了传统晶硅技术生产过程高耗能高污染、薄膜技术转化效率低的弱点，有望成为新一代主流技术得到广泛应用。另据欧洲光伏协会预测，2015年全球HCPV新增装机容量将达到1.5GW，而2010年还不到20MW。在这样的市场背景下，公司开发出HCPV所需的二次聚光棱镜产品，很快进入了欧美主要HCPV组件企业的供应商行列，并成为欧洲某HCPV组件企业的唯一聚光棱镜供应商。

博信资本创立于2008年，是国内最早一批经批准成立的非证券类投资基金的有限合伙企业，也是目前已完成在国家发展和改革委员会备案的22家私募股权基金管理企业之一。目前旗下管理三只基金，已成功投资18家行业领先企业，覆盖不同地区和核心领域，市值超过60亿。目前已有多家企业顺利上市或者进入上市程序，至今保持着100%上市通过率的良好纪录，已上市企业的增值倍数达6~15倍，投资业绩在国内私募股权投资行业内位居前列。

（四）《嘉兴日报》（2010年6月1日）："蓝特光学"小领域掘出大市场

100多名工人从两班倒调整为三班倒，每天接到数十个客户的催货电话……今年年初以来，位于洪合镇的嘉兴蓝特光学有限公司非常繁忙。"订单根本来不及做。"说起公司的经营秘诀，总经理徐云明透露："依托科技创新，寻求差异化发展。"

蓝特公司以前一直专注于传统的光学玻璃生产，曾不可避免地陷入同质化低价竞争中。由于没有核心技术，市场拓展空间小、产品利润率低，企业年产值一直停留在数千万元。当金融危机出现苗头时，徐云明感到，只有大胆涉足别人没想到或做不到的领域，企业才能发展壮大，而这一切，都离不开产品技术的创新。蓝特公司在科技部门的指导下，走上了企业自主创新之路。在2003年至2008年的5年时间里，企业不惜投入巨资进行研发，企业研发中心完成了从市级向省级的升级。随着技术实力的不断增强，蓝特公司面对国际市场的大门徐徐打开。

成功总是垂青那些有准备的人。2008年初，全球最大的汽车反光镜制造商亚太地区负责人主动找上门来，要求蓝特公司参与汽车反光镜的技术研发。原



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来，根据美国有关部门研究分析，汽车反光镜视觉盲区是导致交通事故发生的重要原因，这类事故在普通公路上占40%，在高速公路上高达70%。该负责人一直想抢占这块市场份额，在中国寻找了1年半的时间，没有一家企业能攻克这一技术难题。经过同行业的推荐，该负责人抱着试试看的想法找到蓝特公司。

凭着十多年积淀的生产技术，经过数百次的技术试验，2008年年底，蓝特公司研发并生产出无盲区侧视反光镜。这种反光镜可自动切换视觉死角。新产品的成功研发生产，填补了汽车反光镜领域的技术空白。

依靠无盲区侧视反光镜的开发应用，蓝特公司开始在国际市场崭露头角。2009年，欧洲一家大型太阳能发电机组生产厂家向包括蓝特公司在内的国内30家企业发出聚光器试样的请求。由于该产品需要在三根手指大小的玻璃上完成214个面的加工，每个细小的生产环节都可能造成产品报废。接到这样的订单，该公司立即组织相关技术人员参与研究，去年下半年，蓝特公司完成交货。

"30家企业经过三次试样生产，最后只剩下我们蓝特公司一家了。"该公司新能源项目负责人徐舟指着公司的样品告诉笔者，别看这只是一块普通的玻璃，从材料到成品，它前后需要经过102道生产工序。凭借高超的生产工艺和良好的管理水平，蓝特公司再次毫无争议地成为这一产品的唯一生产厂家。"下个月，我们双方就要签订未来三年的正式合同。"徐云明介绍，这一产品三年内年订单可达1000万个。

汽车光学和新能源光学两大产品的批量生产，不仅使蓝特公司的年增长率保持在30%以上，而且也改变了企业的产品结构，如今，新产品产值率从去年的20%上升至今年的40%。"按照我们的设想，三年内，新老产品比例要调整到9:1。"徐云明表示，该公司总投资1亿元的增产扩建项目已在进行中，新厂房投入使用后，新产品生产线将达到13条。

本书点评

中小企业要提升竞争力，唯有深透细分市场，脚踏实地做产品，不断地提高市场占有率，成为行业的领先者。只有不赚钱的公司，没有不赚钱的行业。企业家要耐得住寂寞才行啊。说"中国创造"是上嘴唇碰下嘴唇的事，做"中国创造"可是要用九牛二虎之力啊！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十八章　福建匹克集团有限公司:PE 改写服装业竞争格局

一、案情介绍

(一)公司简介

福建泉州匹克集团公司成立于 1992 年 12 月,是一家集制鞋、鞋材、服装、包袋等体育运动专业装备器材的外向型企业集团,已经具有 17 年的专业制造与销售经验。集团现年产值近 10 亿元人民币,主导产品为匹克牌专业运动鞋服,在全国拥有近 2000 个专卖店,出口业务遍及欧、美、亚、非、澳五大洲。

作为中国体育用品市场的先行者之一,匹克体育的主席在 1988 年开始从事鞋类产品代工业务,并于 1991 年创立了“匹克”品牌。本公司于 2009 年 9 月 29 日正式在香港联交所主板上市。

匹克体育在中国拥有一个有效及广泛的销售网络,其授权经营零售网点遍布中国一线、二线及三线城市。这些零售网点由其分销商或零售网点运营商拥有及经营。于 2010 年 12 月 31 日,本公司在中国的授权经营零售网点数目已达到 7224 个,其产品也出口至超过 70 个国家。于 2010 年年内,来自中国市场及海外市场的销售收入分别约占本公司当年总销售收入的 91% 及 9%。

公司通过与多个国际知名推广伙伴合作以及推出性能和功能优越的体育用品,将“匹克”打造成为一个国际化及专业化的品牌。与本公司合作的推广伙伴包括美国职业篮球联赛(NBA)、国际篮球联合会(FIBA)、国际女子网球联合会(WTA)及斯坦科维奇杯洲际篮球赛。

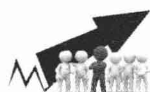
(二)融资过程

匹克在上市之前曾经获得过三轮投资,得到了红杉资本、建银国际、联想投资等多家风投的支持。

2007 年 8 月,红杉资本投资匹克,获得 7.8% 股权;2008 年,匹克引入了建



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



银国际、深圳创新投资等私募基金，完成第二轮集资；2009 年 4 月，匹克完成了引入红杉资本、建银国际和联想投资三家私募股权投资机构近 4,000 万美元的第三轮投资，完成了上市前最后一轮融资。

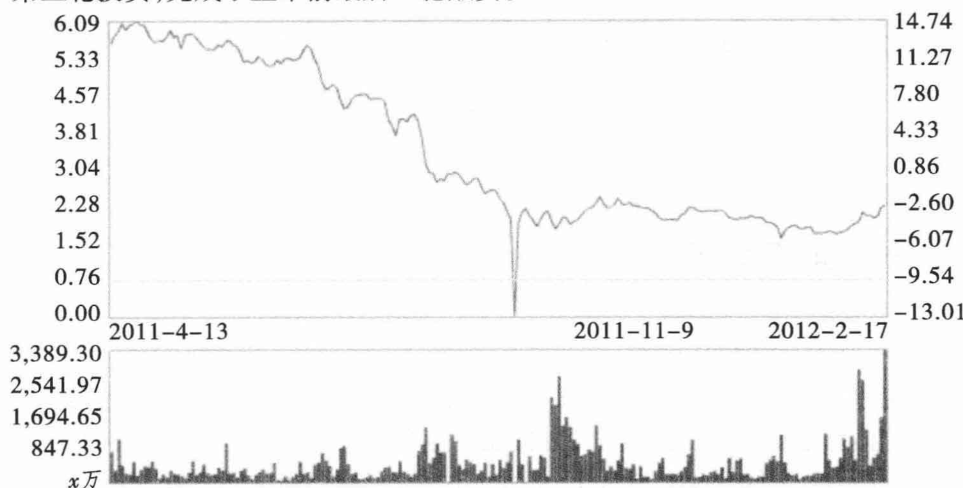


图 68－1　匹克体育近一年行情走势图

二、各方观点

(一)ChinaVenture(2009 年 4 月 22 日)：匹克集团获红杉中国与联想投资及建银国际 4 亿元风投

4 月 22 日，福建匹克集团日前获得红杉中国、联想投资与建银国际 4 亿元风险投资。

红杉资本中国创始合伙人沈南鹏表示，此次逆市投资，除了受到企业的赢利能力、快速成长性的吸引，匹克集团多年来坚持的专业化战略及良好的市场前景也是红杉投资的主要原因。他表示，体育用品行业有中国 13 亿人的消费需求在带动增长，在中国有着巨大的上升潜力，而匹克的成长历程也正诠释了这种“消费升级”的中国力量。联想投资总裁兼董事总经理朱立南表示，三家投资机构联手，可实现资源互补，为企业提供完整发展方案。

匹克集团总经理许志华透露，该笔资金将用于集团设计研发、人才引进、终端开拓、品牌推广、品牌跨越等层面的提升。此次融资是匹克集团的第三轮融资，红杉资本中国和优势资本在 2007 年曾对其进行第一轮投资，匹克集团又在 2008 年初引入了建银国际、深圳创新投资等的第二轮投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

匹克是一家集制鞋、鞋材、服装、包袋等体育运动专业装备器材的外向型企业集团，已经具有18年的专业研发、制造与销售经验。集团目前以福建泉州匹克体育用品有限公司和泉州匹克鞋业有限公司为组织核心，拥有包括江西、惠安标准化花园式生产基地800多亩，建筑面积近30万平方米，在职员工5000余人，在国内外分设匹克经销代理商50多家，在国内各大中城市拥有3000多个专卖店，业已建立起成熟的产销结合的品牌运营体系，出口业务遍及欧、美、亚、非、澳五大洲。

（二）《21世纪经济报》（2009年4月25日）：匹克融资4亿元背后　或为体育服饰领域PE最后机会

继李宁、安踏、特步等体育服饰用品公司接受PE机构注资并上市后，上周，国内篮球鞋市场份额第一位的福建匹克公司宣布获得红杉中国、建银国际、联想投资总共4亿元的投资。

“今年将新开一千家专卖店，金融危机会是我们从二、三线城市进军一线城市的好机会，此次接受的融资足以支持我们未来几年的发展。”匹克体育用品有限公司总经理许志华表示。

而在国内相对知名的体育服饰用品公司里，大多已经接受PE投资且上市，匹克被业内认为可能是该领域里为数不多的可供规模投资的机会之一。

1.“平民”品牌的机遇

“在运动服饰用品这个领域，匹克的价位与消费者是针对相对更年轻一些的人群，而不是那些比较高端的时尚消费人群，如果是针对一些有着消费时尚文化心理的白领运动人群，可能在目前情况下，其购买时会考虑削减，而匹克则受影响程度很小。”联想投资董事总经理王能光接受采访时表示。

匹克集团董事长许景南分析，“现在一般的消费心理是，宁肯买打折的品牌服饰也不愿买没有品牌的”。

据匹克集团透露，过去的2008年，其销售额增长了约一倍，而从2005年开始，其销售年增长一直高于70%～80%。

实际上，作为运动服饰同领域相对的高端同行者Kappa品牌销售额，2008年也取得不错的收益，根据Kappa品牌的控制者香港上市公司中国动向发布的去年年报显示，其销售额增长约73%。

这一高价格主要体现在利润率上，与同期的李宁公司相比，中国动向的销售额只有李宁的一半，但利润几乎两倍于李宁，这一极其强烈的反差，被外界归



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



功于中国动向所主要销售品牌“Kappa”的相对高售价所致。

中国动向高管也因为连续几年的高增长，获得摩根士丹利入股时与其签署对赌协议时承诺的1%股份。

价格高端的体育服饰用品尚未受到影响，而匹克集团则被认为相对更加“平民”，这也是投资机构所认为“即使未来受到经济下行影响，其销售也会较少受影响”的原因。

2. 品牌的背书：NBA

资料显示，匹克公司是一家集制鞋、鞋材、服装、包袋等体育运动专业装备器材企业，具有20年的研发、制造与销售经验。

从2005年起，其启动“品牌国际化”战略，到2008年时已签约穆托姆博、阿泰斯特、武贾西奇和桑尼·维姆斯(掘金)、达内尔·杰克逊(骑士)五名NBA球星为其形象代言，加上之前所签的巴蒂尔和基德，组成了一支七大NBA明星阵容的匹克代言团队，匹克还成为国际篮联的官方市场合作伙伴。

“NBA只是我们品牌的背书而已，最重要是，自己的企业清楚自己的定位，清楚自己要做什么，我们的目标是什么，这个是最重要的。”许志华这样表示。

不知是否为巧合，从匹克集团请NBA球星代言的2005年开始，匹克集团的销售增长开始呈现高速的势头，并且随后两年国内篮球鞋销售市场份额位居第一。

许景南表示，“很难讲在这些赞助赛事与代言上的投入与取得的回报之间关联度有多紧密”。

不过，不可否认的一点是，品牌代言是这类体育用品所通行的一种营销手段，而让品牌“更专业化，更国际化”则是许志华一直强调的。

3. 经济危机影响甚微

对于接受注资后的计划，许志华表示，主要为品牌国际化的提升、国际化人才的引进与储备、产品的技术与研发和市场终端的开拓能力。

其中人才方面，匹克更是逆势新增了两千名员工，其还将吸纳高级职业经理人，包括国际定级的产品设计人员，开启国际市场的人才储备，开设匹克商学院，以提升现有员工的专业化和职业化。

在发展地域上而言，据许志华介绍，匹克此前进入到一线城市，如北京、上海等核心的商场要付出的代价比较高，甚至“有时候我们出的价格是其他国际品牌的几倍，商场也会让国际品牌进驻”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，多年来匹克选择了以二、三线城市为主的销售策略，而现在“大家知道金融危机使得店铺租金降低了一点，经济上升的时候，要进一些主流街道与商场，有钱也进不去，现在只要有钱就进得去了，同时成本比原来一些商家的成本更低；这个使我们变得有后发优势了”。

而在战略上，“美国人均的运动鞋消耗量是一年 6 双，我们只有一点几，所以未来需求还是会持续不断地增长；我们未来要打造专业化品牌的形象，产品除了篮球之外，还会有跑步鞋、休闲鞋，还有其他一些专业化的运动品牌我们也都有，但是不管哪个运动项目，我们都用专业化的手段来进行”，许志华表示。

“金融危机来了，许多对外 OEM 的厂家倒闭，不是因为订单一下子全消失了，而是因为一部分的订单转移到人力与制造更便宜的国家去了，因此自主品牌就显得更重要。”许景南表示。

虽然整个体育用品销售行业已上市公司去年均表现优异，但是其中的宝胜国际在去年销售收入与净利润增长均超过 70% 的情况下，在一季度收入增长 41%，利润却大幅减少 98%。

中银国际分析师胡文洲认为，此现象表明公司在以更低的价格出售库存，而其库存，在今年年中或许才能降至正常水平，“估计这将影响宝胜国际今年的净利润下滑 41%”。

不过，Kappa 的一位负责人也对外坦称，从今年以来的销售收入变动难以判断未来走势，因此会较审慎进行扩张。

王能光认为，匹克主要针对的是二、三线城市，因此在备货上比起针对主要发达城市销售的企业来讲，会低一些，受到的压力会比较小。

对于此次引进的三家投资人，许景南认为，在不同的侧面对其资源进行补充，“建银国际入股后，建设银行给我们的授信一下子就增加了很多，这是以前从没达到过的金额；红杉通过他们在海外投的网络购物网站，帮我们进行全世界的销售，联想则将他们的管理经验与我们分享”。

据了解，此次融资约 4 亿元，占公司股份不到 20%，据此前媒体报道，其销售额去年约为 18 亿元左右。

根据业内已上市公司安踏与特步的去年年报，净利润率大约在 19% 左右。

“匹克是一个不错的企业，净利润率应该能达到这个水平。”一位本土 PE 机构人士对本报表示。

据此推算，匹克体育去年净利润约为 3.42 亿元左右，20% 即为0.684亿元，4 亿元的投资入股约估值为 6 倍左右。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目前香港二级市场上李宁的估值约为22倍左右，特步等估值也在14～15倍。

不过，虽然该行业已上市公司去年的业绩均表现卓越，但因为经济危机的影响才刚开始，如果未来偏高端的体育用品服饰受到需求不足的困扰，像匹克这样的"平民"运动服饰是否能更抗周期，则仍需要时间来证明。

(三)《第一财经日报》(2009年9月29日)：匹克今日港交所挂牌　潜伏风投红杉深创或成最大赢家

今天(29日)，香港中环交易大厅内人头攒动，热闹非凡。被媒体誉为"第四位上市鞋王"的匹克董事长许景南面色有些凝重，自此刻上市起，匹克的总股本变更为20.98亿，以4.1港元的发行价计算，持有超过匹克61%股权的许景南家族资产已逾52亿港元。

许景南从1991年创建匹克，至今已接近20个年头。如今的他很少代表公司发言，而面对媒体的则多是匹克体育首席执行官——许景南之子许志华。许志华表示，"顺利完成上市，是匹克品牌20多年来发展最具纪念意义的里程碑。未来，我们对分销商开放零售权。今年、明年预计新开1000家店。"

据悉，匹克体育本次将发售419,580,000股股份，当中90%将做国际配售，其余10%于香港公开发售。根据招股说明书显示，匹克打算将募集资金的48.3%用于媒体广告、品牌推广以及行销活动，还要用另外15.6%扩大销售网络与刺激销售收入。

从"福建省杰出乡村企业家"到"第四位上市鞋王"，许景南的角色转换正是一批泉州"晋江系"企业发展历程的真实写照。这其中，包括此前三家已经上市的鞋类企业安踏、特步、361°，也包括一批尚未上市的鞋类企业，劲霸、利郎、九牧等等。

家族企业，是当地企业的一大特点。根据匹克公司向CBN记者透露的信息显示，现年54岁的匹克集团董事长许景南是该企业的核心人物，不仅仅是因为他一手创办了匹克品牌，并带领公司风风雨雨走过20年。此外，他还是公司首席执行官兼执行董事许志华和公司执行董事兼副总经理许志达的父亲，公司非执行董事吴志高女士的丈夫。

从匹克公司高管结构中不难看出，一张清晰的家族企业关系表已经清晰的勾勒而出。然而，与匹克上市关系最为密切的执行董事却并非家族成员，而是知名风投人士——沈南鹏。对此，许志华毫不避讳地表示，引入红杉投资，应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说是公司真正部署上市的开始。

从家族企业到上市公司，几轮资本运作在其中起到了不小的推动作用。据悉，昊嘉公司是匹克的第一轮财务投资者，这个名不见经传的投资公司 2005 年第一次给匹克提出了上市建议。然而投资的条件相当苛刻，直到公司 2006 年的财务报表出来后，2007 年 1 月，这笔投资才刚刚到位。

此后，是红杉资本领投、深圳创新、优势资本等投参与的第二轮投资。红杉获得 7.8% 股权。但由于 2008 年随即遭遇的金融海啸，导致匹克上市之路暂时搁置。

为了完成上市梦想，2009 年 4 月，匹克继续引入红杉中国、建银国际与联想投资三家私募基金投资机构近 6,000 万美元第三轮的投资。红杉资本中国区负责人沈南鹏、联想投资创始人朱立南、建行行政总裁胡章红等人也同时担任匹克公司非执行董事。从时间节点上看，几家巨头的联手投资，半年后终将匹克推上资本市场。

三轮投资之后，PE 共占匹克公司 24% 的股权。据账面数据估算，昊嘉 2007 年以 0.1809 港元购入匹克股份，IPO 后（未行使超额配股权）将占 1.3178% 股权，获利 19 倍，账面上将赚 9,300 万港元以上。而红杉资本、建银国际、联想将在其 IPO 后持股 9.03%、3.28% 和 4.13%，获利在一倍以上。

对此，红杉资本沈南鹏并未发表意见，一位了解匹克资本运作的知情人士向 CBN 记者透露，由于红杉近期投资的多家消费品行业都面临上市，因此，沈南鹏近期不便对此事发表任何意见。

据了解，目前运动品牌大致可分为两大阵营：一类是以专业运动为主的体育品牌，耐克、阿迪达斯、李宁、匹克与安踏分属此列；另一类则是以时尚运动为主的体育品牌，PUMA、KAPPA、特步、361°分属此列。

投资过匹克的优势资本合伙人吴克忠曾在某论坛中表示：我们发现中国消费品有这样的现象，像鞋子，前几年的运动鞋都是最高端或者最低端的，中间的没有，中国的鞋子主要是做 OEM 加工的，现在这些企业他们开始创自己的品牌，中国消费品品牌这块市场能有比较高的增长率，这么高的发展速度，应该允许他们有非常高的市盈率。

根据资料显示，中国篮球装备消费的直接和间接参与者，据调查有近 3 亿人，如果以运动参与者每个人平均每年三双篮球鞋的消费来计算，可以得出惊人的蕴量。而主打篮球鞋的匹克主要看准了这一快速增长的市场，据匹克称，2006 ~ 2009 年匹克体育连续三年销售额保持 80% 的增长。2009 年上半年，公



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司毛利率较2008年增加了近6个百分点，达到38.1%，而在2年内，匹克会把毛利率提升至行业的高位水平。

（四）《21世纪经济报》（2010年4月24日）：匹克战略布局农村包围城市 PE均看好暂不退出

以在二三线城市见长的第二梯队运动品牌，怎样冲进一线城市？

包括安踏、361°、特步和匹克在内的第二梯队运动品牌，也可称为“晋江兵团”（因其品牌都起步并发展于晋江）。晋江作为全国著名的体育用品生产基地，其最初起步乃为耐克和阿迪达斯等国际品牌的代工生产地。

晋江兵团从耐克和阿迪达斯的代工厂做起，逐渐培养出完整的产业链，并发展自有品牌。目前为止，以安踏为代表的晋江鞋企已经按照李宁模式登陆资本市场，而匹克更是在红杉资本、联想投资、建银国际等国际PE机构的支持下，快步踏入香港交易所。同时，其战略布局亦从二线城市走向一线城市。

1. 农村包围城市

“目前就科技含量的层面来讲，和大牌体育运动品牌没有什么区别，我们签约的NBA球员都是穿我们的鞋上场的，在设计上我们也在缩小差距，”许志华表示。

国内运动品牌在舒适度和质量方面，跟国外品牌的差距已经很小，目前唯一的难点在品牌。许志华表示，国内消费者还存在对国外品牌的迷信，但好在这种迷信正逐渐被打破。“2009年第一季度，国内品牌李宁已经超越阿迪达斯，中国品牌的时代很快到来。”许志华说。

从成立以来，匹克就定位在高起高打的品牌战略，广告方面从央视、湖南卫视等入手；代言方面，跟NBA展开全面合作；而在营销战略上，匹克采取了类似“农村包围城市”战略，先从二三线城市切入，然后逐渐向一线城市渗透靠拢，并慢慢提高单价及部分产品定位。

2010年3月16日，继去年9月在香港成功上市后，福建匹克体育首次发布2009年年度财报，报告显示：2009年，匹克实现销售金额30.95亿元人民币，同比增长51.6%；净利润增长67.1%，达6.28亿元人民币。

一年时间之内，匹克如何实现净利润67.1%的增长？这得益于匹克从二三线城市向一线城市渗透包围的战略。跟多数以削减成本来提高利润率的招数不同，许志华透露，匹克利润提升的原因主要来自产品单价的提升，而成本下降方面的优势并不明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“从目前的策略看,我们在毛利率方面还有很大的提升空间,2009 年,匹克毛利率同比增长 4.8% 至 37.5%,今年还会在此基础上提高一到两个点,最终毛利率将达到 40% 左右。”许志华说。

在新品研发力度上,匹克亦大幅加码,目前已在美国、北京、广州拥有三个产品设计中心,未来可能在韩国、日本或意大利再增加一个。“研发是灵魂,对于销售推动的贡献率非常重要。”许志华说。匹克在研发方面的投入达到了约 1% 的比例,这部分投入是指的科研人员的费用。

2. 先进城,再出国

耐克和阿迪达斯因其品牌优势,盘踞一线城市主要市场,匹克等晋江兵团只能先集中精力把二线城市拿下,然后再集中优势兵力主攻一线城市。安踏、匹克等目前均已有部分优势品牌在一线城市与国际品牌展开竞争。同时,匹克不忘记发挥赞助 NBA 等国际赛事的边际效应,积极进军国际市场。

据悉,匹克目前海外销售占其总收入的十分之一强,仍有不小提升空间,但国内市场尚未站稳,其进军海外的步伐只能处于探索阶段。

据市场研究公司 ZOU marketing 预测,2009 至 2013 年,国内篮球鞋年复合增长率为 15%,如何在竞争日益激烈的国内市场站稳脚跟,对匹克来说也是不小的挑战,而其巨大的广告、营销开支也为其利润增长带来压力。在国内品牌中,其知名度低于李宁、安踏、KAPPA、特步以及 361°,位居第六。从品牌战役上说,匹克的战斗任务并不轻松,因而其品牌投入方面的重担不会很快减轻。

据香港汇业证券分析,由于品牌知名度相对较低,因此需给分销商较高折扣,这对匹克利润率构成不利影响。此外,在特许经营网络扩张的同时,也会使其应收账款增加,对现金流构成不利因素。

虽然面对上述诸多不利条件,但匹克仍然制订了万店规划。许志华透露,在目前 6200 多家店面的基础上,匹克将在三年时间内做到 10000 家店的规模。其销售总监林碧莲表示,2010 年匹克将增设约 1000 个销售网点和 100 间篮球用品专卖店。此外,其市场覆盖率也逐步扩大,除篮球领域外,已悄悄进军更广泛的体育用品领域,如跑鞋、网球、足球等。

为应对分销商折扣方面的压力,匹克正在试图改变原有对于加盟商和经销商的直接批发型销售模式,加强对零售终端的掌控。“我们需要把产业链延伸到零售终端,这样才能在议价能力、抗风险能力、市场灵活性和主动权等方面更有优势。”许志华说。

但是一旦把触角延伸到营销一线,对于匹克的运营管理和供应链系统都是



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个巨大挑战，尽管其已经完善了ERP系统，匹克采取的策略是，逐步收购和参股部分分销商，以取得整合零售终端的效果。

但从资本市场表现来看，匹克的战略扩张得到了市场的初步认可。相比上市当日4.1港元/股的发行价，如今匹克6.36港元的股价已经上涨了超过50%。

然而按照其首席执行官许志华的说法，“当前股价并没有完全反映公司快速成长的价值”。许在接受本报记者专访时透露，包括之前的PE投资机构在内，均看好匹克的高速增长。对于刚过禁售期，PE机构会否借机套现的问题，许表示，“我们刚开过董事会，沈南鹏、吴章宏、朱立南几位董事表示看好匹克的价值，短期内不会考虑退出。”

但红杉资本、联想投资等虽在投资界有很高声誉，但其对于匹克的增值服务不比鼎晖投资之与李宁。鼎晖在李宁之外，还对休闲服饰品牌百丽国际进行投资并助其上市，在服装领域有丰富资源和投资运营经验。

而红杉资本和联想投资即便继续持有其股份，在业务层面能为匹克提供多少增值服务，在匹克的“进城”和“出国”战略上，他们能否继续帮助其实现由灰姑娘到公主的转型，尚待考量。

本书点评

这一年当中，更加明显地感受到人们对服装的要求和品位越来越高，对品牌的认可以及对品牌的要求，对品牌的印象，应该说他们的审美价值跟需求的价值来讲，都发生了悄然的变化。影响到每一个服装品牌推广的方式，或者是管理的形态。在商品同质化加剧的现象下，企业之间的竞争已不仅仅是资本和商业模式的竞争，而是上升到更深刻、更基础的文化与价值观的竞争。业内专家认为，中国服装业在沉淀了几十年的制造和设计能力后，资本的追捧将帮助服装行业完成向品牌增值阶段的蜕变。资本市场的活跃，将为这些服装企业带来巨大收益，并使其战略扩张步伐提速。从另一角度来分析，正是由于外部资本的强势介入，使得服装行业不断涌现新商业模式，细分市场被迅速催熟，依靠传统的自身积累发展的模式正受到越来越多的挑战。对于金融危机冬天普遍囊中羞涩的PE（私募股权投资）来说，投资不仅仅比拼的是勇气，更是对甄选项目能力和眼光的一种考量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六十九章　高盛入股泰康人寿

一、案情介绍

(一)公司简介

泰康人寿保险股份有限公司系1996年8月22日经中国人民银行总行批准成立的全国性、股份制人寿保险公司,公司总部设于北京。

自成立以来,泰康人寿一直重视公司治理结构的不断完善。2000年11月,全面完成经国务院同意、保监会批准的外资募股工作,建立了国际化的公司治理结构。

在以董事长兼首席执行官陈东升为核心的专业化、国际化的管理团队领导下,泰康人寿发展迅速。截至2010年底,泰康人寿总资产近3,000亿元,净资产超134亿元,偿付能力充足率超170%,当年利润超20亿元。2010年,泰康人寿主动防范风险,深化调整结构,坚持专业化方向和价值管理,实现业务稳健成长,全年保费规模867.65亿元。2009年~2010年,泰康人寿连续两年荣列"中国企业500强"百强企业。

截至2010年底,泰康人寿在全国设立了北京、上海、湖北、山东、广东等35家分公司(含筹建中3家),269家中心支公司,形成了完整的服务网络,累计服务过的个人和机构客户近5,400余万,累计赔付客户近720万人次、累计赔付金额近70亿元。

2006年至2007年,经保监会批准,泰康人寿先后设立了泰康资产管理有限责任公司和泰康养老保险股份有限公司两家子公司。泰康资产是国内资本市场大型机构投资者之一,其综合投资收益率连续8年保持领先优势。2010年,泰康资产管理的投连进取型与货币避险型账户净值处于同类保险投连账户净值领先地位,并连续两年蝉联"21世纪金贝奖"最佳资产管理团队大奖。泰康养老与泰康资产拥有企业年金受托人、账户管理人、投资管理人三项资格,形成了"三位一体"的企业年金服务体系。2010年,泰康养老在业务规模和价值业务成长上取得重大突破,累计年金到账历史性突破百亿,并首度摘得"第一财经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融价值榜"最佳市场竞争力养老金公司殊荣。2009 年 11 月 19 日，经保监会批准，泰康人寿获得中国保险行业第一个养老社区投资试点资格。2010 年 3 月，泰康之家投资有限公司正式成立，正稳步推进泰康养老社区建设。

未来，泰康人寿将坚持深耕寿险产业，建立人寿保险、健康保险、企业年金、资产管理和养老社区五大核心业务板块，为广大客户提供"从摇篮到天堂"持续一生的全方位金融保险服务。

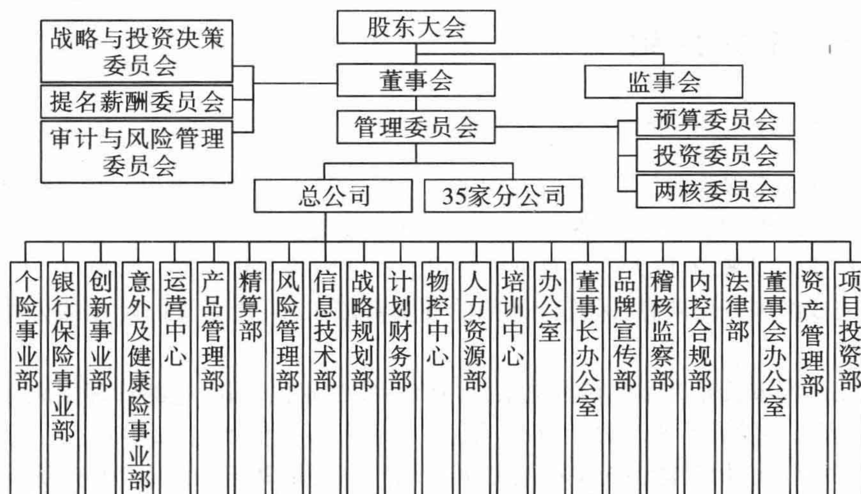


图 69－1　组织结构

(二)发展历程

1. 大事记

(1)与客户分享成果，公司派发红利 40 亿元。

公司宣布，自 2008 年派发特别红利之后，再次向客户派发红利大礼包(包括常规红利和特别红利)共计 40 亿元。凡购买公司个人分红保险的客户，在 2010 年 6 月 30 日(含)前生效，并且在 2011 年 6 月 30 日前保单年生效对应日仍然有效，即可以获得特别红利，特别红利相当于历年来实际派发的年度红利(不含累积生息利息及 2008 年发放的特别红利)总和的 30%。2001 年，公司率先在国内推出分红型保险产品。目前，分红险客户总数已超过 800 万。派发特别红利，彰显了公司"分享成功、奉献社会"的经营理念。

(2)凭借良好业绩，公司再次跻身中国企业 500 强百强企业。

2010 年中国企业 500 强榜单在安徽合肥揭晓，公司继 2009 年首次跻身前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100 名后，再次入围百 强企业，分别荣列"2010 中国企业 500 强"第 98 名，"中国服务业企业 500 强"第 37 名，并在"2010 中国企业 500 强总资产排序前 100 名企业"子榜单中位列第 51 位。

（3）国内首家养老社区进入实施阶段，从理念到实践，公司养老社区建设稳步推进。

公司成立"泰康之家投资有限公司"，国内首家养老社区正式进入实施阶段，并正式打出"从摇篮到天堂"的品牌口号；在陈东升董事长的率领下，公司董事会全面系统地考察了美国养老社区，对投资养老社区的战略形成了高度共识。5 月 28 日，公司在北京大学举行"诗意栖居 优雅生活——老龄社会与保险"讲座，"养老社区"商业创新模式进一步为社会所关注；权威财经媒体《金融时报》理论周刊刊发对陈东升董事长的长篇访谈，养老社区理念成为媒体关注的焦点。从理念到实践，公司养老社区建设稳步推进。

（4）完善员工薪酬福利体系，公司实施企业年金计划 。

经第五届董事会第十一次会议批准，公司启动企业年金实施方案，总公司员工、分公司内勤 员工和分公司团、银、年金和电销外勤员工在具备一定条件的前提下可自愿申请参加，由公司和个人按照一定比例共同缴费。企业年金计划的实施，是公司建立多支柱的养老保障体系，进一步完善员工薪酬福利制度，让员工享有自信、尊严、优雅的退休生活的重要举措，这标志着公司建设人力资源大公司迈向新阶段。

（5）为公益事业再献爱心，公司向玉树、舟曲捐款。

公司通过中华慈善总会向青海玉树灾区捐赠现金 200 万元；公司又通过该总会向 舟曲灾区捐款 152 万余元。据不完全统计，自成立以来，公司用于公益的款项已达 5,500 万元。履行企业社会责任，投身公益事业，彰显了公司负责任大型寿险企业的形象。

（6）增强资本实力和偿付能力，公司定向发行次级定期债 40 亿元获批。

中国保监会同意公司募集 10 年期可赎回次级定期债务，募集规模不超过 40 亿元。发行后，公司的资本实力和偿付能力在原有充足的基础上进一步增强，为公司持续经营、稳定健康发展提供了强大的资本保障。

（7）下发《关于进一步加快个险业务发展的决定》，2010 年成为公司"新三年"战略的过渡年。

公司下发《关于进一步加快个险业务发展的决定》，2010 年成为公司"新三年"战略的过渡年。公司新三年战略的核心是：以价值为导向，以营销为核心，发展大个险，建设大分公司；坚持基础建设 、基础管理和专业化经营。"新三



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年”战略为公司发展指明了方向，落实新三年战略，倾公司之力建设一流的销售体系、打造一流的销售能力，成为全系统员工的共识和一致目标。

(8)进一步提高员工、客户忠诚度和黏着力，公司e-HR系统、泰康在线e站到家自助服务专区正式上线 。

e站到家改版上线，在对原有栏目进行整合的基础上，又增加了在线投保、自助保全等功能 ，为80万客户提供更加便捷、贴心、迅速的网上一站式自助服务；9月19日，e-HR项目一期正式上线。这是继CSC和SAP之后的第三个公司级大型信息系统，实现了员工自助服务功能。两套自助系统的正式上线，方便 了员工和客户，进一步提高了员工客户忠诚度和黏着力，标志着公司在信息系统和员工客户管理方面取得巨大成就。

(9)完善全国布局，泰康人寿海南、宁夏、青海分公司获批筹建，泰康养老上海、北京分公司成立。

2010年4月26日，泰康养老保险股份有限公司成立了第一家分公司上海分公司；8月20日，泰康养老第二家分 公司北京分公司正式揭牌成立。11月10日，中国保监会批准公司筹建海南分公司；11月16日，宁夏分公司获 批筹建；12月27日，青海分公司获批筹建。三家分公司筹建工作启动以及泰康养老上海、北京分公司成立，是公司完善全国布局、角逐保险市场的重要举措，也标志着公司事业日益发展壮大。

(10)促进公司持续稳定快速发展，中共泰康人寿党委、总工会成功实现换届选举。

中共泰康人寿第三次代表大会选举产生了中共泰康人寿第三届委员会委员 和中共泰康人寿纪律检查委员会委员。陈东升同志当选为新一届党委书记，刘经纶同志、马云同志当选为新一届党委副书记，马云同志当选为新一届纪委书记。同年6月，总公司工会第三届会员代表大会和第三届工会 委员会第一次会议成功召开。马云同志当选为新一届工会主席。大会选举出工会第三届委员会和经费审查委 员会。两次大会的胜利召开是公司政治生活、民主生活中的大事，促使每位员工进一步增强主人翁意识、大局意识和责任意识，把个人价值的实现融入到促进公司改革发展大局当中，为实现公司长远目标做出更大贡献。

2. 发展历程

1996年1月22日，获得筹建批准，随后筹备组正式入驻北京保利大厦。

1996年6月23日 ，正式迁入北京西直门外的中仪大厦办公。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年 8 月 22 日，正式成立，注册资本金 6 亿元。

1996 年 12 月 19 日，个人、团体保费收入突破 1 亿元。

1998 年 8 月 27 日，第一家分公司武汉分公司正式开业 。

2000 年 8 月 18 日，正式入驻矗立在北京长安街上的“泰康人寿大厦”。

2000 年 9 月 22 日，“泰康在线”全面开通。

2000 年 11 月 21 日，完成海外募股工作，净资产达到近 20 亿元，总资产规模超过 40 亿元。

2000 年 12 月 21 日，获得国内保险业首家 ISO9001 国际标准（UKAS）质量体系认证证书。

2001 年 8 月 15 日，获得 AAA - 的高信用等级。

2002 年 1 月，正式开通全国统一的客户服务电话号码 95522。

2002 年 11 月 28 日，年保费首次突破 50 亿元。

2003 年截至 10 月 12 日，年保费收入超过 100 亿元。

2004 年 5 月 14 日，第一个区域集中的电话服务中心——95522 电话服务中心在北京正式投入运营。

2004 年 11 月 2 日，总额为 13 亿元的次级债券发行成功。

2005 年 8 月 2 日，获得第一批企业年金账户管理人资格。

2006 年 3 月 23 日，泰康资产管理有限责任公司正式挂牌营业。

2006 年 7 月 7 日，泰康博物馆正式落成。中国保监会 主席吴定富亲自为泰康人寿十周年题词：“走创新发展之路，铸保险特色品牌”。

2006 年 12 月 22 日，年保费规模成功跨越 200 亿大关。

2007 年 9 月 5 日，泰康养老保险股份有限公司隆重开业。

2007 年 11 月 29 日，年规模保费收入突破 300 亿元，占全国寿险市场份额达到 6.56%。

2008 年 6 月 20 日，出资 30 亿元入股“ 京沪高铁股权投资计划”，占保险团队出资总额的 18.7%。

2009 年 3 月 4 日，保监会主席吴定富赴泰康进行调研，充分肯定公司 13 年发展成就。

2009 年 3 月，泰康养老与泰康资产联手，接连中标西安、郑州、乌鲁木齐、太原、哈尔滨、济南、上海和沈阳铁路局企业年金项目的投资管理人。2009 全年中标铁路系统企业年金资产规模超过 35 亿元。

2009 年 6 月，30 亿元次级债计划获得保监会批准。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2009 年 11 月 19 日，保监会批准泰康人寿养老社区投资试点方案，这使泰康人寿成为中国保险行业第一个获得养老社区投资试点资格的保险公司。

2009 年 12 月 8 日，经保监会批准，保险业首家养老社区试点项目落户北京昌平。

2010 年，泰康人寿派发红利 40 亿元，与客户分享成果。

2010 年 3 月 26 日，泰康之家投资有限公司成立，国内首家养老社区进入实施阶段。

2010 年 8 月 25 日，中国保监会同意公司募集 10 年期可赎回次级定期债务，募 集规模不超过 40 亿元。

2010 年，泰康人寿海南、宁夏、青海分公司获批筹建，泰康养老上海、北京分公司成立。

二、各方评述汇集

(一)新华网(2011 年 4 月 8 日)：高盛正式入股泰康人寿

新华网纽约 4 月 7 日电高盛集团 7 日与中国泰康人寿股份有限公司正式签约，收购泰康 12.02% 的股权，但当天双方对该交易的财务细节未做披露。

此次高盛共收购泰康 1.02 亿股股份，成为该公司的第二大股东。据市场估计，此次交易金额约为 8 亿美元。

高盛全球副董事长兼亚洲董事长麦克·埃文斯说，高盛看好泰康近年来的成长业绩和创新能力，希望参与到中国保险业的蓬勃发展中。

据埃文斯介绍，这一交易前后共耗时 19 个月，主要等待中美双方监管机构的批准。交易完成后，双方将进一步提升泰康的企业治理、风险管理和内部控制方面的竞争力，还将在投资管理、产品开发、投资国内外市场等领域开展合作。

市场分析人士认为，此次高盛入股泰康，将对泰康上市以及加快国际化进程大有裨益。

泰康成立于 1996 年，总部设在北京，截至 2010 年底，泰康总资产超过2,900 亿元人民币，累计客户总数超过 5400 万人。2010 年保费总收入为867.7亿元人民币，全国排名第五。

高盛长期以来一直对中国的保险业表现出很大兴趣。早在 1994 年 6 月，高盛就曾联合其他投资银行出资 3,500 万美元参股中国平安，以超过每股净资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产6倍的价格取得平安约10%的股份。

(二)财新网(2011年3月15日):高盛入股泰康人寿交易获批

安盛此次共转出泰康人寿的1.33亿股股份,由高盛、中国嘉德国际拍卖有限公司和新政泰达投资有限公司接手;高盛接手其中1.02亿股,占总股本的12.02%。

法国保险公司安盛(AXA)悉数出售所持中国泰康人寿保险股份有限公司的股权交易,获得保监会批准。保监会11日公告了上述交易。安盛此次共转出泰康人寿的1.33亿股股份,由高盛、中国嘉德国际拍卖有限公司和新政泰达投资有限公司接手。

据财新记者了解,高盛等三家机构付出的总价约11亿美元。但高盛与其他两家机构付出的价格并不相同,高盛的出价更高。

其中高盛集团(Goldman Sachs)接手其中1.02亿股,占总股本的12.02%。随着交易的完成,高盛集团跻身泰康人寿第二大股东。

除转让给高盛集团的部分,还有840万股股份转让给中国嘉德国际拍卖有限公司,2,217万股转让给新政泰达投资有限公司。转让后,中国嘉德国际拍卖公司持有泰康人寿总股本的14.98%,新政泰达投资公司持股10.90%。

因高盛是以其股权投资部门的资金进行交易。市场猜测这将会加速泰康的上市工作。而此次股权转让完成为泰康的上市扫清了道路。

2010年,泰康全年实现保费规模867.65亿元,同比增长29%;预计税后利润21亿元;偿付能力充足率超170%。

(三)《广州日报》(2011年4月9日):高盛入股泰康人寿

高盛集团7日与中国泰康人寿股份有限公司正式签约,收购泰康12.02%的股权,成为该公司的第二大股东,但当天双方对该交易的财务细节未做披露。市场估计,此次交易金额约为8亿美元。

据介绍,这一交易前后共耗时19个月,主要等待中美双方监管机构的批准。交易完成后,双方将进一步提升泰康的企业治理、风险管理和内部控制方面的竞争力,还将在投资管理、产品开发、投资国内外市场等领域开展合作。

市场分析人士认为,此次高盛入股泰康,将对泰康上市以及加快国际化进程大有裨益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（四）经济观察网（2011年4月11）：加大直接投资　高盛入股泰康人寿

8日上午，高盛集团和泰康人寿保险股份有限公司发布公告称，高盛正式入股泰康人寿，拥有其12.02%股份。

3月11日，保监会下发通知，批准高盛获得泰康人寿12.02%的股权，成为其第二大股东。保监会的公告显示，法国安盛人寿将持有的泰康人寿13,300.5124万股股权全部转让，其中，840万股股份转让给中国嘉德国际拍卖有限公司，2,216.7521万股股份转让给新政泰达投资有限公司，10,243.7603万股股份转让给高盛集团。

转让后，中国嘉德将持有泰康人寿12,765.8554万股股份，占总股本的14.98%，新政泰达持有9,287.1585万股股份，占总股本的10.90%，高盛持有10,243.7603万股股份，占总股本的12.02%。

公告并未透露具体的财务细节，但外媒报道，高盛与泰康人寿的此项交易价值超过9亿美元。

2010年，泰康人寿毛保费总计人民币867.7亿元（约合132.2亿美元），成为中国第五大寿险公司。高盛买入泰康人寿也正是恰逢其时。分析人士称，高盛的加入将加快泰康人寿的上市。

对此，美国银行分析师莫什科夫斯基推测，高盛仍将继续加大直接投资步伐，沃尔克法则不会成为阻挡其前进的障碍。高盛证券部亚洲区总裁尤索夫·阿瑞萨（Yusuf. Alireza）称，直接投资是高盛在亚洲区赢利的主要利器之一。

早在1994年，高盛就曾连同摩根士坦利入股中国平安保险约10%股份，2005年，高盛将股份转手给汇丰银行，十年间获利逾十倍。

（五）中国保险报（2011年4月11日）：高盛集团入股泰康人寿

近日，泰康人寿股份有限公司宣布，高盛集团有限公司已收购泰康人寿12.02%的股权。泰康人寿表示，该投资已获得中国保监会的批准，但并未透露该项交易的财务细节。

泰康人寿此番与高盛合作，旨在进一步提升泰康人寿在企业治理、风险管理和内部控制方面的竞争力。

据悉，未来双方还将在投资管理、产品开发、投资国内外市场等领域开展合作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰康人寿董事长兼首席执行官陈东升对高盛入股表示欢迎，并期待泰康人寿在致力于深耕中国寿险市场并逐步国际化的道路上与高盛开展密切合作。

高盛全球副董事长兼亚洲董事长麦克·埃文斯则对泰康人寿优异的成长业绩和创新能力表示赞赏，并希望通过入股泰康人寿参与到中国保险业的蓬勃发展中，同时支持泰康人寿实现其宏伟目标。

（六）《第一财经日报（上海）》（2011年4月11日）泰康获高盛入股 上市有望提速

耗时约19个月的高盛入股泰康人寿事宜近日收官。泰康人寿股份有限公司（下称“泰康人寿”）与美国高盛集团有限公司（下称“高盛”）共同宣布，高盛收购泰康人寿12.02%的股权，已获中国保监会批准。

3月11日，保监会发布公告，批准法国安盛人寿将所持泰康人寿1.33亿股股份分别转让给中国嘉德国际拍卖有限公司、新政泰达投资有限公司和高盛。转让后，上述三家公司分别持有泰康人寿14.98%、10.90%和12.02%的股份，高盛为泰康人寿第二大股东，安盛人寿全身退出。

2006年，安盛斥资100亿美元收购丰泰保险，从而成为泰康人寿的股东。但是，《保险公司股权管理办法》规定，两个以上的保险公司受同一机构控制或者相互之间存在控制关系的，则要求其不得经营存在利益冲突或者竞争关系的同类保险业务。安盛人寿除了所持泰康人寿股权外，还持有金盛保险51%的股权，因此不符合保监会的政策。

2009年11月，安盛人寿宣布拟出售所持泰康人寿15.6%股权，淡马锡控股、美国私募股权公司黑石集团（百仕通）和美国私募投资巨头KKR，都对泰康人寿股权颇有兴趣，成为首轮竞购者。经过一轮竞标后，最终高盛胜出。

对于此次高盛接手泰康人寿股权并升为第二大股东，一位泰康人寿高层评价说，高盛是以财务投资者身份进行的财务投资，此次股权转让后，泰康人寿的外资股东持股比例，将由2000年的24.9%降至24%，外资持股占比略有下降。

高盛和泰康人寿都没有透露交易的具体细节。安盛人寿2009年报出的转让价约10.6亿美元（约合70亿元人民币）。有市场消息称，此次交易最终金额约为8亿美元。

高盛全球副董事长兼亚洲董事长麦克·埃文斯称，高盛非常看好中国保险业的未来，交易完成后，双方将进一步提升泰康人寿的企业治理、风险管理和内部控制方面的竞争力，还将在投资管理、产品开发和投资国内外市场等领域开



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



展合作。1994 年,高盛携手大摩参股中国平安,后于 2005 年转手给汇丰,十年获利 10 倍以上。

泰康人寿董事长兼首席执行官陈东升表示,期待泰康人寿在致力于深耕中国寿险市场并逐步国际化的道路上,与高盛这样的世界级金融机构开展密切合作。

市场猜测,高盛入股后,将加快泰康人寿上市进程。陈东升此前在接受《第一财经日报》记者专访时,并未给出泰康人寿 IPO 的时间表,但市场一直传言泰康人寿 IPO 已近在咫尺,并且可能会优先考虑在香港上市。此次高盛收购泰康人寿股权,被市场人士解读为高盛将对泰康人寿上市提供很大的协助。

(七)中国经营网(2011 年 4 月 15 日):高盛入股 泰康人寿上市提速

近日,泰康人寿宣布高盛集团有限公司收购泰康人寿 12.02% 的股权,成为泰康人寿第二大股东,此项投资已于 3 月获得保监会批准,市场分析人士认为这意味着泰康人寿上市进程提速。

3 月 11 日,保监会发布公告,批准法国安盛人寿将所持泰康人寿 1.33 亿股股份分别转让给中国嘉德国际拍卖有限公司、新政泰达投资有限公司和高盛。转让后,上述三家公司分别持有的泰康人寿 14.98%、10.90% 和 12.02% 的股份,高盛为泰康人寿第二大股东,安盛人寿全身退出。

安盛是在 2006 年收购了瑞士丰泰保险公司后,接手了瑞士丰泰所持有泰康人寿保险的股份。后来由于安盛人寿在国内持有另一合资公司金盛人寿股权,限于监管层规定的同业竞争问题,安盛人寿选择了转让其持有的 15.6% 股权。当时传说安盛售价 10 亿美元,此次双方未披露具体细节,但据市场估计收购价约为 8 亿美元。"不论此次是溢价出售还是比之前有降价,高盛这次的财务投资会相当成功。有泰康人寿这两年的业绩支撑,今年极有可能上市成功。高盛也将利用国际投行的优势助力泰康的海内外上市。"一位中资保险公司人士评论。

根据保监会的统计数据显示,2010 年泰康人寿共实现保费 867.65 亿元,仅次于国寿、平安、新华、太保排名第五,保费同比增长为 29.48%,税后利润为 21 亿元,偿付能力充足率超 170%。

高盛在中国保险市场收获颇丰。1994 年 6 月,经中国人民银行总行批准,美国摩根投资银行和高盛集团正式参股中国平安,出资为 3,500 万美元,以超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过每股净资产6倍的价格取得平安约10%股份。2005年,汇丰银行出资81亿港币收购高盛、摩根手中9.91%的中国平安股权。高盛、摩根转让平安保险股份,10年投资收益增数十倍。

此次收购后,泰康和高盛将在投资管理、产品开发、投资国内外市场等领域开展合作。泰康人寿董事长兼首席执行官陈东升先生表示:“我很高兴高盛成为泰康的股东。我期待泰康人寿在致力于深耕中国寿险市场并逐步国际化的道路上,与高盛这样的世界一流的金融机构开展密切合作。”

高盛全球副董事长兼亚洲董事长麦克·埃文斯先生表示:“泰康人寿优异的成长业绩和创新能力给我们留下深刻印象。我们非常高兴能有机会入股泰康人寿,参与到中国保险业的蓬勃发展中,并支持泰康人寿实现其宏伟目标。”

(八)中国经济网(2011年3月21日):高盛成功入股泰康A股上市提速或定百元天价

中国经济网北京3月21日讯 从2009年传出来的高盛入股泰康人寿一事,终于尘埃落定。预计年内启动A+H股同步上市。

1. 高盛接盘成二股东

日前,获得中国保监会批准,法国安盛人寿有限公司将其持有的泰康人寿1.33亿股股份转让给中国嘉德国际拍卖有限公司、新政泰达投资有限公司和高盛集团有限公司。转让后,中国嘉德、新政泰达和高盛集团分别持有泰康人寿14.98%、10.90%和12.02%的股份。这是高盛集团2005年成功套现中国平安后,再度“潜伏”即将上市的中国保险公司。

泰康人寿的股权转换已有多次。缕清楚要从2000年开始,在完成外资募股后,泰康人寿引入了瑞士丰泰人寿等多家金融机构。2006年,安盛人寿通过收购丰泰人寿获得了泰康人寿超过15%的股份,由于安盛人寿还是合资保险公司金盛人寿的外方股东,这不符合相关的监管规定。所以,从2009年11月开始,安盛人寿积极寻找买家,出让泰康人寿股权,现被高盛获得。

高盛此次接盘泰康人寿也物有所值。资料显示,泰康人寿实力雄厚,在国内保险公司的保费排名上靠前,以2010年为例,全年共取得867.65亿元保费收入,同比增长29%,税后利润为21亿元人民币,偿付能力充足率超170%,综合投资收益率连续8年保持领先优势。

2. 泰康人寿上市将提速

市场普遍传言,在引入高盛后,泰康人寿的股权关系得以理清,上市障碍减



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



少，而高盛丰富的投行经验也能够帮助泰康人寿加速实现上市。记者就泰康是否要提速上市联系了泰康人寿，公司答复不做任何评论。

对此，对外经济贸易大学保险学院院长王稳肯定地告诉媒体，高盛入股泰康人寿后，毫无疑问将促进其上市。“高盛在国际投行方面有丰富经验，入股后能够给泰康人寿在风险内控等方面提供帮助。”

有媒体报道称，对于今年上市的时机考量，外经济贸易大学保险学院副教授徐高林认为，现在还是一个比较合适的时期，因为股市泡沫并不明显。

除了泰康人寿，记者查询到，目前有计划进行上市的保险公司以及保险中介，还包括新华人寿、中再集团、华康等多家。对此，国泰证券保险行业分析师罗磊在接受媒体采访时表示，国内保险业发展迅速，保险公司上市是大势所趋，新华人寿、泰康人寿以及中再集团等，都将上市提上日程。

3. 百元定价无异于天价发行

早在2007年，泰康人寿董事长陈东升就曾对外表示将上市，但在金融危机的冲击下，该公司上市进程一度暂停，而随着其股权结构的厘清，上市再度提上日程。据媒体报道，泰康人寿A股IPO由中信证券保荐。

有业内人士曾对媒体表示，泰康内部制定的目标上市价为一百元每股。在目前的A股IPO市场“三高”流行的情况下，某媒体报道称，百元定价无异于天价发行，但泰康人寿CEO陈东升一直坚持上市应当体现公司价值，不能为上市而上市。

记者向投行人士了解到，新股定价虽然需要以资本金、近利润等相关财务数据为依据，但是能否达到预想定价，仅凭良好的业绩还不够，还要依靠有实力的券商保荐，而中信或许能帮泰康达成愿望。

资料显示，泰康人寿成立于1996年8月22日，已连续多年赢利，去年公司保费收入868亿元（同比增29%），市场排名第五，税后利润为21亿元。

（九）《南方都市报》（2010年5月23日）：高盛入股泰康人寿

摘要：法国保险公司安盛（AXA）变卖中国泰康人寿保险股份有限公司（下称泰康人寿）15.6%的股权交易，已基本敲定。据财新网消息，据接近交易的人士 透露，高盛购得12%股权，余下股份的接盘者分别为新政泰达投资有限公司以及嘉德国际拍卖有限公司，此笔交易作价11亿美元。

除去高盛的入股，此笔交易最大的看点为泰康掌舵者陈东升隐形增持。泰康人寿成立于1996年，创始人和现在的董事长、首席执行官均为陈东升。尽管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈东升在泰 康股权体系中没有任何个人持股或以大股东的名义持有法人股，但代表陈东升力量的股东公司一直占据着最大股东位置。此次购入股权的嘉德国际及新政泰达均属于 陈东升的“势力范围”。

1. **陈东升持股之谜**

陈东升在 1993 年创办嘉德国际拍卖公司，被外界看做泰康的实际控制人。

作为目前国内第四大保险公司，泰康人寿发展至今一直由其创始人陈东升掌舵。资料显示，早在 1992 年，嘉德国际拍卖公司 的创始人陈东升就开始为建立一个全国性的专业人寿保险公司上下奔走。四年之后，这项申请被国务院和中国人民银行批准。业内人士都清楚，泰康可以说是由陈东升一手创办的。

在成立之初，泰康人寿由十余家大中型企业发起组建，股东涉及化工、运输、钢铁、煤炭、旅游、国际贸易、金融证券、房地产开发等多个领域，公司的股权相当分散，任何一家股东的份额都没有超过 10%。嘉德国际在这些股东中的持股比例最大，达到了 9%。

但陈东升本人在泰康中没有任何个人持股或以大股东名义持有法人股。陈东升曾对外表示，嘉德国际是泰康人寿的发起人股东，而其也是嘉德国际的创始人，自然会拥 有一定比例的股份。不仅如此，记者从业内了解到，出身湖北且毕业于武汉大学的陈东升团结一大帮校友支持他。在泰康的公司股东中，物美控股、中诚信托、北京 和康友联等公司的控制人均属于“武大帮”。他们也是陈东升的支持者。

尽管陈东升表示，其并不赞成“只有拥有股权才有对公司的控制 权”的观点。但业内一家合资保险公司高管认为，陈东升能一直掌舵泰康走至今天，除了其经营水平高之外，也跟其所掌控的股东支持密不可分。

2. **安盛出售股权的博弈**

而此次安盛出售泰康 15.6% 股权，来源于泰康 2000 年引入外资的动作。据其他媒体报道，安盛本不愿出售泰康 的股权，还曾想谋求进一步提高其持股比例。但这一愿望并没有得到泰康管理层的同意，两者关系还一度紧张。而刚遭遇金融危机的安盛亦需资金来加大其自身在华 保险公司的发展，于是其只能选择出售股权。

此次股权的转让，代表陈东升力量的股东公司趁势扩大了其持股比例。记者发现，除了嘉德国际拍卖公司外，新政泰达亦属陈东升的“势力范围”。网上的资料显示，新政泰达的股东亦有嘉德拍卖的身影。这意味着，高盛获取了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



12%的股权后,余下的3%股权均归于代表陈东升力量的公司名下。

另一方面,在此次股权出售之初,高盛并非第一竞购者。黑石和淡马锡才是市场传闻的主角,高盛是在转让中期才开始介入。有市场分析认为,泰康引入高盛,或是为了上市进一步铺路。

中央财经大学保险教授郝演苏认为,泰康一直在准备上市,上市之前泰康需要有一系列的准备动作,包括股东的清退或者引入。此次转让,高盛作为投行及财务投资者介入,有助于泰康加快上市的进程。同时代表管理层股东力量的加大,也使上市议程更容易得到主要股东的支持。

(十)《中国经营报》(2011年5月8日):新华6月冲刺 泰康暂缓

近日,围绕新华人寿和泰康人寿IPO的消息不绝于耳。不过保监会已明确表示未收到相关公司的上市申请。

记者获悉,新华人寿将在6月15日递交相关上市材料。泰康人寿在高盛入股后或已暂无上市打算。

1. 上市无时间表

日前,有消息传出,新华人寿的上市申请正待审批,但随后,保监会明确否认,未收到相关公司的上市申请。

从知情人士处获悉,新华人寿的上市相关资料预定在6月15日提交相关机构,上市最快预计在下半年。"确实没那么快,新华人寿预定在6月15日递交资料给相关机构。"一位业界资深人士向记者证实。

而坊间对于泰康人寿上市的说法甚嚣尘上。4月7日,泰康人寿在纽约高调宣布引入高盛投资,高盛集团收购了泰康人寿12.02%股权,成为第二大股东,该投资已获保监会批准,但交易的财务细节没有透露。业界普遍认为,高盛作为投行以及财务投资者介入,有利于加快泰康的上市进程。

不过,记者从上述业内资深人士处获悉,泰康人寿可能近两年内没有上市打算。"保险界公司众多,不是所有公司都要上市成为公众公司。"

泰康一位相关人士表示,上市是泰康的战略规划之一,但目前没有具体时间表。

此前高盛投资中国平安10年为高盛带来丰厚回报。"泰康增长很快,过两年业绩上去了,发的价格高些,高盛的投资也能获得高额回报。因此,高盛入股反而说明泰康暂时不着急上市。"上述分析人士认为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从报表看，泰康人寿确实"不差钱"，并且还可以通过发次级债来改善资本充足率。泰康人寿偿付能力目前为177%，处于相对充裕的状态。而新华人寿在今年初推出的增资扩股方案已获批。增资140亿元后，新华人寿的偿付能力达到146.24%。

2. 估值有提升空间

除了泰康受高盛青睐外，新华人寿也受到外资投行追捧。今年3月，新华人寿第二大股东苏黎世金融出售其持有新华人寿20%股权中的5%股权给新华人寿的上市承销商中金公司与野村证券。

这两只保险潜力股的价格一直在水涨船高。新华人寿股权价格从2007年保险保障基金接手时的5.99元/股，到2009年汇金接手时8.71元/股，之后新华人寿股权受到热捧，转让价格大幅攀升。2010年11月，世纪金源投资和花泽集团买入S*ST北亚持有新华人寿股权的成本高达25元以上，今年3月承销商中金与野村购买的价格高达28元/股。

根据中信证券保险行业研究员潘洪文的研究，新华人寿按28元价格市值为728亿元，预计2010年公司内含价值约390亿元，一年新业务价值约50亿元，则隐含新业务倍数6.8倍，相对估值P/EV为1.87倍，而平安与太保2010年P/EV分别为1.63倍与1.59倍，隐含新业务倍数分别为8.48倍与9.92倍，因此，新华人寿一级市场拍卖价与目前二级市场平安和太保估值大致相当，估值还有提升空间。

泰康人寿也如此，若按照外媒报道，高盛等三家机构以11亿美元购得15.6%股权，高盛购得12%股权、按去年底汇率6.6227计算，则泰康人寿市值约为467亿元，对应2010年市盈率22.2倍，市净率3.48倍。

京华山一研究员夏平认为，如果上市，"泰康人寿估值在800亿~900亿元，包括净资产价值150亿元、当年有效业务价值200亿~250亿元、未来一年新业务价值400亿~500亿元；新华人寿估值约900亿~1000亿元，包括净资产价值200亿元、当年有效业务价值300亿元和未来一年新业务价值500亿元。"

3. 经营业务赛跑

目前看来，新华人寿和泰康人寿上市尚无具体的时间表，而在上市前，两家公司在保费规模和经营上的竞争仍然激烈，内功修炼更具现实意义。

从两家公司刚发布的2010年年报看，泰康人寿公司总股本8.52亿股，净利润20.95亿元，每股收益2.45元。新华人寿2010年总股本12亿股，净利润



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



22.51 亿元,每股收益约 1.88 元。

这两家公司的银保收入都在业内较为突出。泰康年报显示,在保险业务收入的渠道中,泰康人寿个险保费收入 157.38 亿元,银保保费收入 481.77 亿元,相对总保费 654.6 亿元而言,银保占比 73.6%。泰康去年的趸缴业务 432.63 亿元,占比约 66% 显得略高,内含价值高的期缴首年以及续期业务有待提升。新华人寿并未披露银保、个险渠道的保费收入情况。

从险种上来看,由于进入加息通道以及分红保险的保费确认率高,分红险均成为两家公司的主打险种。2010 年,泰康人寿个险中分红险规模为 117.23 亿元,银保渠道分红险规模为 480.59 亿元,占总保费的 91.3%。新华人寿 2010 年保费收入 916.8 亿元,其中分红险 860 亿元,约占总保费的 93.8%。

投资一直是泰康在业界的强项。数据显示,泰康去年投资收益为 119.44 亿元,公允价值变动损益为亏损 3.13 亿元。新华人寿去年投资收益 106.84 亿元,公允价值变动损益为亏损 1.58 亿元。

本书点评

泰康人寿超常规式增长引人瞩目,业务、价值、管理三个方面都取得了很大进展,随着保险业在中国经济渗透度的提高,投资渠道的放宽,泰康人寿仍将保持高速增长。中国正在步入后工业化时代的今天,保险这个第三产业里的“航母”级别的细分行业,还没有驶出港湾呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七十章 国美——助其走出困境的 PIPE

一、相关背景

(一)行业背景

1. 家电零售行业格局变化

20 世纪末,随着以百货业方式进行的家电销售日薄西山,家电连锁零售业以其丰富的产品与品牌选择、低廉的价格开始崛起。我国的家电连锁零售业的发展至今只有 20 多年的历史,同欧美发达国家来说较短。但得益于中国家电生产的“世界工厂”地位,国内消费能力的提升,我国的家电连锁零售业取得了迅猛的发展,也涌现了许多大型优秀企业,市场格局发生了重大的变化,在不断的竞争淘汰中,到底谁主沉浮,我们先看看家电零售业格局的变化。

(1)开始阶段:诸侯混战,培育新行业。

20 世纪 90 年代以来,随着改革开放的深入,经济的不断发展,我国国民经济得到了极大的发展,居民的生活水平与购买能力得到了显著的提升。20 世纪 90 年代后期,我国城市消费群率先启动了家电购买的热潮,家电零售渠道发生了由传统百货商场向大的专业连锁店为主的新业态转变。1993 年以后,家电行业连锁经营模式冲上了市场,完全打破了封闭式的单体经营格局。各省、市、地区纷纷出现了一大批家电经营连锁企业,如江苏南京的苏宁电器、五星电器,山东济南的三联电器,贵州贵阳的红华电器、国鼎电器等,这些在一定范围内跨地区经营的家电连锁业态逐步地形成规模,在局部市场上起到举足轻重的作用。家电零售企业在全国的扩张可以说是“诸侯争霸,割据一方”,通过不断地抢占全国性的网络资源,共同培育起了一个新兴的行业——家电连锁零售行业。

(2)发展阶段:群雄逐鹿,短兵相见。

1998 年,随着家电零售行业发展竞争淘汰,起初十几万家不同品牌的家电卖场,最后能存活下来的并不多,但以国美、苏宁、三联等为代表的大型家电连



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



锁经营企业却异军突起，凭借其渠道优势开始在全国布局，成为家电产品零售市场中的生力军，这一阶段家电零售业集中程度不高，仍是各方诸侯势力相互制衡。从规模上说，在全国共有5家大的家电零售业，即国美电器、苏宁电器、大中电器、永乐电器、江苏金五星电器，在全国各地也有一些大大小小的区域家电零售商。群雄并起，逐鹿中原，各方都想在这块刚进入大发展时期的行业分一杯羹，得到一块大蛋糕。家电行业连锁经营模式已是全国市场的主角。

(3)成熟阶段：三足鼎立，竞争加剧。

家电零售业发展至今，可以说进入了国美、苏宁、百思买三足鼎立、寡头垄断的阶段。2004年12月11日，中国商贸流通领域已结束过渡期，正式全面对外开放。家电零售感到了兵临城下的巨大压力，加快了跑马圈地、产业整合。2006年，国美收购了因与摩根士丹利等几家海外投资基金签订的对赌协议，而后达不到预期的赢利目标、陷入困境的中国永乐电器销售有限公司。在2007年，国美通过第三方重组大中电器。到2007年年底国美电器在全国共拥有1100家店面，在零售商家最为看重的北京、上海两大一线城市国美都占据绝对优势，成为家电零售行业的老大。与国美大手笔的并购重组不同，苏宁电器则通过稳健的建设直营店面的方式加快扩张步伐，同时2006～2007年投入巨资进行信息化建设，构建了一整套网络化平台，提高运营效率，在信息化建设方面走在了国美前面，实力迅速提升，与国美“双雄对峙”。2006年，全球最大的消费电子零售商百思买成功登陆中国。百思买在中国的规模并不足以与国美、苏宁抗衡，但其优秀的零售业经验，与厂商较好的合作关系及较高的利润水平，都使其成为一个潜力巨大的竞争对手。

2. 家电零售行业经营模式概述

家电连锁行业的赢利主要来自正常营业收入与非正常收入两部分。正常营业收入是最基础的赢利模式，主要包括进销差价、产商返点、阶段性政策返利、年度政策返利政策、战略合作政策等内容。不论大型还是中小型的家电零售企业，都会尽力压低上游供货商的进货价格，从而取得成本优势，再以低价策略吸引消费者。

家电零售行业资金来源，很重要的一种方式是被称为“类金融”的运作方式，即用缓期付账的方式占用供货商货款进行短期融资。这种方式下的资金拖欠期限短则数日数周，长则可达6个月之久。尤其是国美、苏宁等处于市场垄断地位的零售商，由于其进货量大、销售业绩好，家电生产商对其渠道的依赖性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大,其在与厂商的谈判中就处于优势地位,增加了公司延期付款能力。在与消费者之间进行现金交易的同时,通过延期支付上游供应商货款,使其账面上长期存有大量的浮存现金,利用这些资金进行规模的扩张,零售商的市场地位进一步提高,其议价能力也随之增长,于是零售商会继续压低上游供货商的利润以降低进货成本,其利润也得到进一步提升。

非营业收入,指不通过营业来实现的收入,主要包括家电连锁所利用的各种名目收取的各项费用,如场地费、选位费、节假日促销费、管理费、店庆费、广告费等,即便供应商都没有生产销售,也要按照此金额支付其费用。相比较来说,这一块也占连锁收入较大的比例。

3. 家电零售业与私募股权投资基金

拥有13亿的人口,经济迅速增长,市场消费能力渐强,中国的零售业发展前景光明。全球私募股权基金一直热衷在中国零售行业的投资。其中家用电器和食品连锁企业等传统零售商更是受到海外投资热捧。随着我国经济的持续发展,家电市场及消费电子产品市场容量未来将继续保持相对稳定的增长。根据相关分析,2005 年以来,我国家电及消费电子市场销售规模仍将保持约11,000 亿元。我国的家电连锁业已经完成了初创阶段,向高速成长期迈进,百货、传统家电大卖场、小型电器专卖店等其他业态,在电器销售竞争中已经淡出或边缘化。目前,我国家电及消费电子行业在不同品种、不同城市的连锁化率有所不同。某些一线城市的连锁化程度高,目前可以达到40% ~50% 的水平,而二三线城市由于消费习惯影响等因素,连锁化程度低;另外,大家电的连锁化程度相对高,而对于手机、数码、电脑等 3C 产品来说,其销售业态分散度较高,最主要的销售业态为专卖店,其次为运营商销售终端,而苏宁、国美两家合计的3C 产品销售额占整体 3C 市场销售比例仅约 10% 左右。美国、日本等成熟国家,家电、消费电子零售终端的连锁化程度约为 70% ,家电连锁在开拓二三线城市及发展 3C 产品连锁方面都有巨大的潜力。同时,加上我国家电生产厂商即上游企业的规模化与相对集中,我国家电连锁化程度不断提高是大势所趋,家电连锁企业将会迅速发展。

家电连锁零售发展潜力巨大,私募股权投资家电连锁的案例也比比皆是。2005 年 1 月,大摩透过子公司 MSRetail 与 DHC(鼎晖)向永乐投入 5,000 万美元,相当于以每股 0.92 港元取得永乐上市后的 4.224 亿股,并签订了对赌协议。2007 年 3 月,贝尔斯登通过其旗下的私募基金公司贝尔斯登商业银行与鹏



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



润投资集团合作建立一个战略投资联盟，旨在发现并投资具有发展前景的中国零售企业。从国美电器2008年年底的股权结构看，我们也可以发现如华平基金、摩根士丹利、JP摩根大通等外资私募基金的身影。

（二）政策背景：扩大内需，家电下乡促进家电零售业发展

我国在2005年"十一五"计划中就把"扩大内需"作为促进经济增长的首要途径，强调"调整投资和消费的关系，增强消费对经济增长的拉动作用"。扩大内需将成为未来若干年中我国经济发展的主题。金融危机爆发以来，我国推出一系列财政、税收、信贷等促进经济增长扩大内需的政策。为拉动内需，2007年国家启动"家电下乡"政策；2008年10月，财政部和商务部联合下发通知，决定将"家电下乡"试点范围从山东、河南、四川三省进一步扩大至12个省份，对实施地区农民购买财政补贴"家电下乡"产品，国家财政比照出口退税率，直接补贴农民消费者；2009年2月1日起，国家财政部、商务部在全国各省、直辖市、自治区全面推广"家电下乡"项目。财政补贴"家电下乡"政策实施四年，据测算，可实现"家电下乡"产品销售4.8亿台，销售额6,200亿元，增加其他消费性支出3,000亿元，累计拉动消费9,200亿元。2009年5月，我国启动新一轮扩大内需方案，提出"以旧换新"对购买汽车和家电给予补贴，将"家电下乡"方案推进到大城市。"家电下乡"对家电连锁零售行业三四级市场门店和一二级市场的郊县门店肯定都会带来提升作用，同时也可以有效拉动农村市场消费，使企业的业绩提升。宏观政策有利于我国家电行业的提升，而投资家电零售行业，拥有了渠道也能够分享家电行业的巨大发展。

（三）公司背景

1. 投资方：贝恩资本——低调的强者

贝恩资本（Bain Capital）成立于1984年，是国际性私人股权投资基金，管理资金超过500亿美元，涉及私人股权、风险投资资金、上市股权对冲基金和杠杆债务资产。为全球多个行业超过250家公司提供私人股权投资和附加收购。公司现有专业人士200名。Bain Capital长期致力于科技业务投资，目前的投资项目包括SunGard Data Systems、NXP、Sensata Technologies、FCI、Sun Telephone、Applied Systems和MEI Conlux。贝恩资本总部在波士顿，在香港、上海、东京、纽约、伦敦和慕尼黑都设有分公司。经过20多年的发展，贝恩资本已经成为最能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱的公司之一，在同业内和黑石、托马斯·李（Thomas H. Lee）、TPG 等成为可以匹敌的对手。

贝恩资本在美国虽为主流基金，但在中国行动却比较低调。2005 年前后，贝恩资本就曾与百仕通联手，为海尔集团融资 10 亿美元竞购美国老牌家电企业美泰克。贝恩资本开始在我国受到普遍关注是在 2007 年 9 月，贝恩资本与华为公司共同宣布，双方将组合公司，全面收购 3COM 公司。交易三方中，一方是现代网络通信技术的始祖之一 3COM 公司，另一方中有中国最具有国际竞争力的电信设备制造商华为，而将双方连接在一起的是美国知名的私人股权投资基金——贝恩资本。2007 年，贝恩资本募集规模达 10 亿美元的首只亚洲基金，专注于投资中国与日本。在清科公司 2007 发布年 PE 排行榜中，贝恩投资被评为 2007 年中国投资最活跃私募股权机构，私募股权机构排名第三，次于鼎晖投资与摩根士丹利。贝恩资本在华投资风格还不是很确定，但作为一个经验老到的私募基金，它是不会轻易错过中国市场上急速成长的产业及其领先者们。

2. 融资方：国美电器——家电连锁零售业的第一品牌

1986 年，17 岁的黄光裕跟着哥哥，揣着在内蒙古攒下的 4,000 元，然后又借了 3 万元，在北京前门的珠市口东大街 420 号盘下了一个 100 平方米的门面，经营各种家用电器。国美电器自 1987 年元旦正式成立，经过了 20 多年的发展，成为中国最大的以家电及消费电子产品零售为主的全国性连锁企业。

从创办开始，国美的规模就不断扩大，从 1987～2004 年年底，国美电器已在全国及香港和东南亚地区，拥有了 190 个门店；2006 年达到 587 家，门店总营业面积约为 222 万平方米。2007 年上半年，在全国范围内的门店数量已经增至 654 家。国美的年销售额自 2003 年起就一直位居中国家电零售企业中第一。另据中国连锁经营协会发布的连锁百强经营业绩报告，国美 2006～2008 年连续三年蝉联中国连锁企业第一。

国美的扩张离不开其进行的一系列的行业并购及资本运作。2005 年 4 月，国美收购哈尔滨黑天鹅电器品牌及全部网络。2005 年 8 月，国美收购深圳易好家商业连锁有限公司品牌及全部网络。2007 年 1 月，国美电器与当时中国第三大电器零售企业永乐电器合并，2007 年 12 月，全面托管大中电器；2008 年 3 月，控股三联商社。2004 年，国美电器在香港成功上市，2007 年 2 月，国美电器携手贝尔斯登银行启动私募基金。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目前，国美电器集团在全国近300个大中型城市拥有直营门店1300多家，旗下拥有国美、永乐、大中、黑天鹅等全国性和区域性家电零售品牌，年销售能力1,000亿元，拥有员工（含门店促销员）近30万人。国美电器在连锁化程度、管理水平、经营业绩和企业文化建设等方面，都处在行业领先水平，成为中国家电零售业的第一品牌，正向着“成为全球顶尖家电连锁零售企业”的长远战略目标持续快速前进。

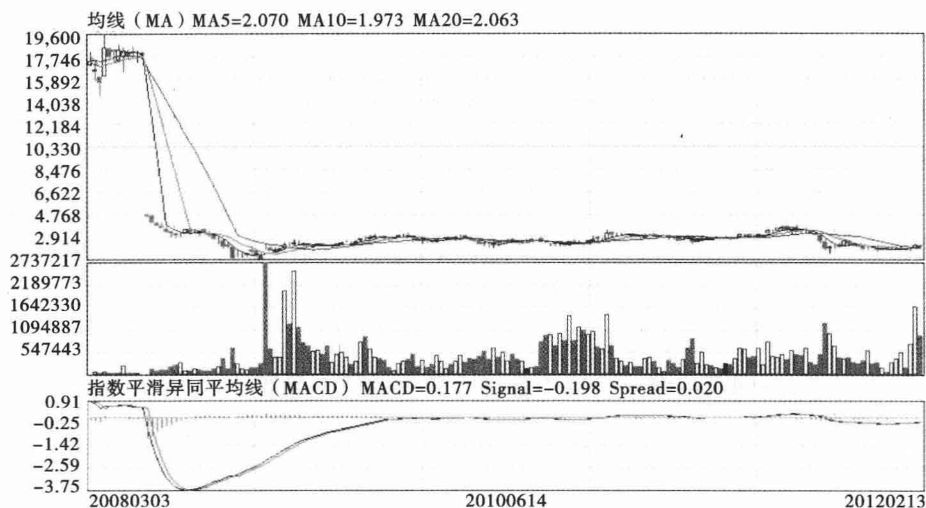


图70-1 国美股票行情走势

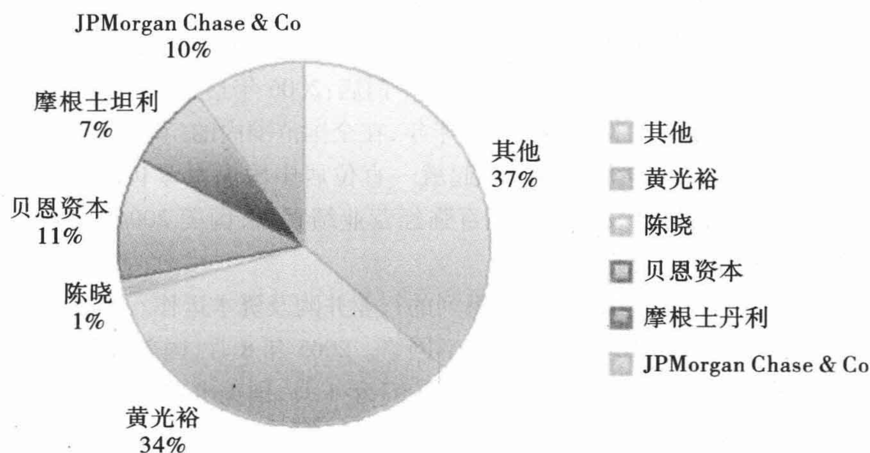


图70-2 国美电器现有股权结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、各方观点

(一)《艾肯家电网》(2009年6月23日):国美电器23日复牌 联手贝恩融资32.36亿港元

6月22日下午,国美电器(00493.HK,以下简称国美)发布公告,称国美已经和国际私募基金贝恩投资旗下的Bain Capital Glory Limited签订投资合作协议,以18.04亿港元认购国美新发行的七年期的可换股债券。初始转换价为每股1.18港元,较停牌前的最后收市价每股1.12港元溢价5.4%。另外,国美同时向符合资格的现有股东提出公开发售,以每100股现有股份获发18股新股,认购价为每股0.672港元。贝恩投资通过另一家关联企业Bain Capital Glory Ⅱ Limited作为此次公开发售的独家包销商。融资方案将为国美带来不少于32.36亿港元的资金。国美股票将于2009年6月23日复牌。

至此,市场猜测多时的国美再融资计划终于水落石出。按照这个方案,贝恩投资将最终持有国美扩大的已发行股本的9.8%至23.5%(假设新可换股债券全部换股后,全面摊薄的基础上,需取决于现有股东参与供股的情况)。贝恩投资将提名三名非执行董事席位。

与此同时,国美公告还披露,基于安永会计师事务所对国美电器上市公司关联交易和内部控制的审阅,以及国美电器内部的审计报告,国美电器董事会确认,公司资产和资金没有任何被挪用或占用的问题,公司的财务状况健康。市场普遍认为,这次融资不但稳固了国美电器的财务基础,而且为国美目前及未来发展提供了资金需求的保障。贝恩投资作为全球与多家国际优秀零售业有深厚伙伴合作关系的投资者,其丰富的国际零售管理经验,将有利于国美进一步改善治理结构,提升国际化的企业管理水平。此前花旗银行和瑞银都给予国美股票"买入"评级,瑞银的目标价为1.57港元,并认为国美2014年可转债价格已经由0.22港元恢复至0.88港元。

国美董事会主席兼总裁陈晓表示:"今日的公告是国美企业史上一个重要的时刻,标志着公司进入一个新的发展阶段。通过与全球领先的私募股权基金贝恩投资达成投资协议,国美不但获得稳固的财务基础以支持未来发展,还将同时改善治理结构。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国美电器在发给媒体“致谢社会各界”函表示，在过去的7个月里，国美作为全国最大的家电连锁企业，得到了社会各界的关心、理解与帮助，国美才能够顺利度过这段危机期。国美感谢政府相关部门，特别是北京市公安局给予创造性的支持和帮助。北京市公安局在办理黄光裕案的过程中，始终重视国美电器的稳定，重视员工的就业及社会的安定，多次与公司高层管理人员会商沟通情况，帮助企业解决经营中的困难，为保持企业健康稳定发展创造了有利条件。国美同时感谢银行、供应商等合作伙伴的理解与支持，合作伙伴的鼎力支持，增强了国美克服困难的信心与决心；感谢消费者对国美一如既往的支持和爱护，给予了国美走出困境的勇气和力量；感谢广大投资者给予国美的理解和信任。

家电专家刘步尘评论说：“贝恩的投资，是继华平之后，国际资本对国美的又一张信任票，可见受益于消费升级家电连锁行业发展的空间还是被国际优秀的投资者看好。我们看到，国美今年提出了以优化网络、提升效率、注重单店营业能力提升为核心的战略转型，相信此次融资的成功，对于国美战略转型的快速推进将产生积极的影响。相信国美能够为供应商打造一个投入产出比最大化、成本最低的销售平台，从而提高厂商合作效率，实现共赢；而对于消费者来讲，国美通过网络布局优化，门店分类和环境改造，可以为消费者创造更加优质的服务，提供更加丰富的商品选择，进一步提升客户消费体验，满足消费需求。厂商支持，消费者支持，才是零售企业的核心竞争力，这种核心竞争力提高了，国美将进一步扩大市场份额，并继续保持行业领先优势。”

家电行业专家陆刃波认为，与2008年第四季度的业务表现比较，国美2009年第一季度的业绩表现已经显现了改善的轨迹。再加上一系列政府刺激经济的政策，包括家电下乡、以旧换新、能效补贴及3G应用等政策，预期国美2009年下半年的业务表现会得到显著的改善。

国美日前宣布，在6月30日将召开股东大会。

国美董事会主席兼总裁陈晓表示：“国美将继续努力为消费者提供更加优质的服务，为合作伙伴创造和谐的经营环境，为员工创造更好的职业发展平台，为股东提供持续稳定的回报。作为一名优秀的企业公民，国美将继续努力为社会做出更大的贡献。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）《中国经济时报》（2009 年 6 月 23 日）：国美进入“贝恩时代”：可期待的转弯

1.“好事”

“投资者回应很热烈，国美电器已由停牌时的 1.12 元涨到 2.3 元了。”6 月 23 日上午 10 点多，停牌七个月的国美电器在复牌开盘后一个多小时里，股价翻番。

“国美账上有钱了，杜绝了破产风险。”某证券公司杨先生接受中国经济时报记者采访时认为，32.36 亿港元的融资加上账上的 30 亿元，国美“够用了”。“国美投资者可能于 2010 年 5 月提前赎回的可转债是 46 亿，60 多亿减去 46 亿，还有十几亿，没问题了。可转债 2014 年到期，贝恩进入后，一旦国美运营体制改善，投资者提前赎回概率也会大降。”

6 月 22 日下午，国美电器发布公告，称已和国际私募基金贝恩投资旗下的 Bain Capital Glory Limited 签订协议，后者将以18.04亿港元，认购国美新发行的 7 年期可换股债券。可换股债券初始转换价为每股 1.18 港元，较停牌前国美收盘价 1.12 港元溢价 5.4%。完成向贝恩发行可换股债券及悉数换股后，贝恩投资将持有国美扩大后股本的 9.8%。另外，国美将向符合资格的现有股东公开发售新股，每 100 股现有股份获发 18 股新股，认购价为每股 0.672 港元。贝恩投资把另一家关联企业 Bain Capital Glory Limited 作为此次公开发售的独家包销商。融资方案将为国美带来不少于 32.36 亿港元的资金。有媒体由此称，国美进入“贝恩时代”。

“好事啊。带来的是信心，特别是上游供应商和银行。”国美一位分公司经理说，22 日晚看到正式融资消息后，长长舒了口气，“苦日子到头了。”他透露，此前，银行给国美的信贷有所收缩，一些上游工厂跟国美谈合作时态度也有所变化。

“贝恩事前肯定做了非常详细的调查，事实将会证明，他们的 32 亿花得不冤，国美作为家电连锁领头羊的价值摆在那里，其次，家电连锁的商业模式也是有发展前景的。”这位国美分公司经理 6 年前也是因为看好家电连锁模式，从家电制造企业跳槽进永乐，后来进国美，就再没挪窝。

贝恩投资董事总经理竺稼在 22 日的发布会上也表示，在做出投资决定前，贝恩首先对国美做了净值调查，随后制定了新的增长计划。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“国外资本看好国美，其实是看好中国家电业未来的发展，看好中国政府扩内需、保增长的政策。投资者控制了家电渠道，就等于控制了中国家电业的利润。”兴业证券分析师时红说。

2. 厂家的期待

6月23日上午，当记者拨通电话，与诸多家电厂家人士探讨国美融资一事时，他们反客为主，首先向记者提问：“黄光裕的股份还剩多少？还是第一股东吗？”

得知黄家依然控股（其未来的持股比例将保持在25.3%～32.9%），贝恩对国美持股量最多只能达到23.5%时，这些受访者表示出小小的失望，“资本注入确实是好事，但还没好到底。贝恩的股份少了，还不能掌控国美的管理。”

这天中午，国美成为众多企业人士餐桌上的焦点话题。

“作为厂家，我们关注的核心问题是，国美今后对上游供应商的政策有无变化。”

“无节制地开店、单店赢利水平的降低，使国美经营费用居高不下，国美的人员费用也是一大笔开支。希望国美能提升管理水平，改变思维方式，降低费用，减轻厂家的负担。”

其实，大部分投资者对此次融资未带来股权的根本变动也有“小小的失望”。

“此前投资者希望通过引资大大摊薄黄光裕的股份，让黄成为第二大股东。”上述证券公司杨先生说，“但黄坚持对国美的掌控。这也是贝恩最后胜出的原因。国美的治理没得到根本改善。”

3. 国美转弯

“与贝恩达成投资协议，国美不但获得稳固的财务基础以支持未来发展，还将同时改善治理结构。”国美董事局主席兼总裁陈晓在22日的发布会上如此表示。作为佐证，陈晓宣布的一份国美核心高管8人名单上，没有一个黄光裕家族成员。

陈晓还称，贝恩投资将入驻国美三名非执行董事。“增加非执行董事参与到公司的决策机构，这些措施是为了让公司在未来的发展之中更加稳定，更加健康。”

另据陈晓透露，国美高管的期权计划业已获批，但高管持股占公司股本不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会太高。

“5%已经不少了，公司现在总共160亿股，5%就是8亿股。”国美一位内部人士认为。上游厂家所担心的“无节制开店”问题，似乎开始发生变化，“第一季度已关闭43家门店，2009年店面总数不会比2008年增长。今后将在门店内部改造、外立面改造、物流基地改造、信息系统升级等方面大力投入。”陈晓说。

至于对厂家的政策调整，此前已初见端倪：实行小单快结的方式，缩短对生产企业的账期，加快了结账速度。

但此前不少厂家将之归结为金融危机与黄光裕事件震荡下的“缓兵之计”，担心其不可持续。当然，他们很期待国美的转弯。

本书点评

对国美来说，传统的线下渠道空间已经极为有限，而线上即电商渠道已成为争夺的新战场。京东的爆炸式发展使国美和苏宁纷纷加大线上投入，最终物流能力将会是左右成败的核心点。同时，售后服务也是线上销售的节点。实体平台向虚拟平台的过渡，这本身就是对平台经济的创新和发展。未来将会出现各种平台之间的互动。有实体向虚拟平台过渡，也有虚拟向实体平台过渡。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七十一章 海尔电器获凯雷注资

一、案情背景

(一)海尔电器集团简介

海尔电器集团有限公司为青岛海尔集团旗下一家在香港联合交易所有限公司主板上市子公司。本公司及其附属公司目前主要从事研究、开发、生产及销售以“海尔”为品牌名称的洗衣机及热水器。

海尔集团于1984年创办,其总部位于中国山东省青岛市,现时为全球白色家电制造商龙头之一。其产品销售予全球超过100个国家。2009年10月,在《财富》杂志发布的年度“中国最受尊敬企业”排行榜中,海尔位居榜首。

公司直接控股股东青岛海尔有限公司于上海证券交易所上市。图71－1为海尔电器企业架构:

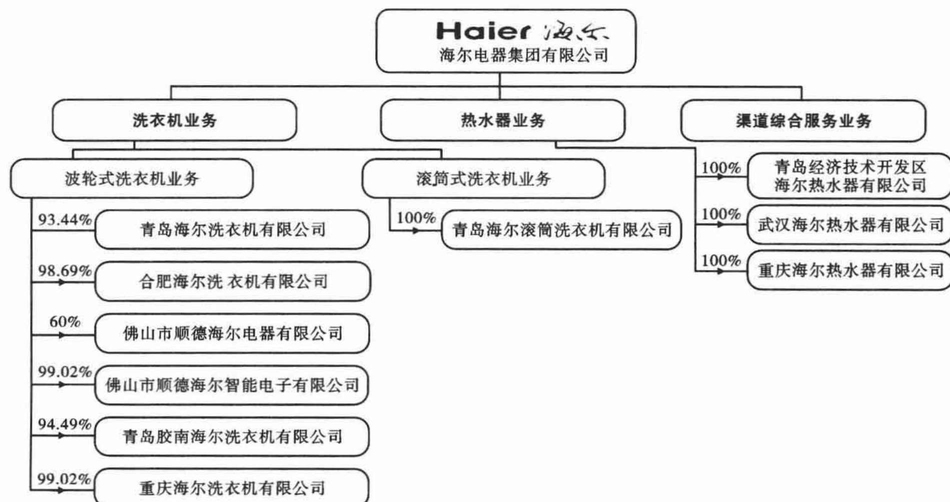


图71－1 海尔电器企业架构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）发展历程

2010 年 8 月，海尔电器集团有限公司与海尔股份（香港）有限公司（青岛海尔之全资附属公司）就本公司发行本金金额为港元 786，600，000 之可换股债券订立可换股债券认购协议。

2010 年 8 月，海尔电器集团有限公司全资附属公司青岛新日日顺（作为买方）与海尔集团公司（作为卖方）订立股权转让协议，据此，青岛新日日顺同意收购而海尔集团公司同意出售青岛海尔物流之 100% 股权，代价为人民币 763，000，000元。

2010 年 3 月，青岛海尔完成收购海尔电器 32% 之股权。至此，青岛海尔有限公司共持有海尔电器公司约 51.31% 的股权。

2010 年 1 月，海尔电器与海尔集团达成产品采购协议及内部销售协议。本公司将负责海尔品牌家电产品在中国三四级市场之分销业务。

2009 年 12 月，青岛海尔与海尔集团就进一步收购海尔电器 32% 的股权达成协议。

2009 年 9 月，海尔电器正式宣布于中国上海成立全资子公司，以在中国三四级市场扩展销售、物流及服务网络业务。

2009 年 3 月，海尔电器已经向配售股份之认购人完成了配发以及发行合共 75，000，000 股配售股份及 300，000，000 份认股权证。

2008 年 6 月，青岛海尔股份有限公司完成向德意志银行收购海尔电器 20.1% 之权益。

2007 年 12 月，海尔电器完成向意大利伙伴收购海尔盈德喜（滚筒式洗衣机业务）余下的 30% 权益。

2007 年 3 月，有关涉及股份合并及削减股本之海尔电器股本重组生效。

2006 年 12 月，海尔电器完成向海尔集团收购滚筒式洗衣机及热水器业务。

2006 年 6 月，海尔电器完成出售移动手机业务予海尔集团。

2005 年 1 月，海尔集团将其飞马青岛剩余 35.5% 的股权与波轮式洗衣机的业务注入海尔电器。新股发行主要满足是次收购，海尔集团因此成为海尔电器的控股股东。海尔电器公司之名称亦由“海尔－中建集团有限公司”易名为“海尔电器集团有限公司”。

2002 年 10 月，海尔集团将其飞马青岛剩余 15.5% 的股权注入海尔电器。

2001 年 12 月，海尔集团将其拥有的 49% 飞马香港的股权注入海尔电器；同时，中建电讯亦将其持有的 51% 飞马香港和 49% 飞马青岛的股权注入海尔



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



电器,使飞马香港成为海尔电器之全资附属公司。

2000 年 9 月,海尔集团与中建电讯集团有限公司("中建电讯")在香港及青岛分别成立了飞马电讯(香港)有限公司("飞马香港")和飞马电讯(青岛)有限公司("飞马青岛")两家手机合资企业。

凯雷注资海尔电器。

2011 年 8 月 1 日,香港联交所开盘后,海尔电器突然停牌,其后海尔电器第一大股东 A 股上市公司青岛海尔公告揭开面纱:海尔电器 7 月 29 日与凯雷投资集团管理的 Carlyle Asia Partners Ⅲ之 Hawaii Asia Holdings Limited,签署战略合作之备忘录和认购协议。

根据该协议,Hawaii Asia Holdings Limited 有意向海尔电器提供综合渠道服务业务评估、收购机会及投资策略评估、物色与供应商之合作机会、招募人才等相关支持。凯雷投资在海尔电器还有其他投资,双方的此次合作涉及的金额将超过 1.94 亿美元。

与此同时,海尔电器作为发行人,向 Hawaii Asia Holdings Limited 发行10.67 亿港元的 5 年期可换股债券(债券利息为年利率 3 厘,转股价 10.67 港元),以及 4,000 万股 5 年期的认股权证,而认股价格初步确定为 11.21 港元。

2011 年开始,海尔集团开始持续将集团的海尔物流、海尔电子商务平台——海尔电子商城,以及日日顺电器售后服务业务先后放入了海尔电器。海尔电器其在三四级市场的零售网络拓展将提速。海尔的销售网络不仅销售海尔自身商品,也开始代理 GE、惠普、华硕等很多国内外品牌的商品零售,其 2010 年的其他品牌销售占比达到 9%,而未来有望增长到 50% 以上。

二、各方观点聚焦

(一)中新网(2011 年 8 月 3 日):海尔电器获凯雷超 1.9 亿美元投资

青岛海尔昨日(8 月 2 日)发布提示性公告,正式对外披露称,7 月 29 日,公司控股子公司海尔电器与凯雷投资集团(以下简称凯雷投资)旗下的凯雷亚洲基金Ⅲ(有限合伙)就战略合作一事签署了备忘录,并于 31 日签署了相关认购协议。青岛海尔持有海尔电器 50.85% 的权益。

公告显示,凯雷投资将认购约 1.37 亿美元的海尔电器可转换债券,同时还获得可额外投资的认股权,执行该认股权时将再投资约 5,700 万美元。

值得关注的是,已经公布的 1.94 亿美元加上其他投资,凯雷将持有海尔电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器约9%的股份。凯雷亚洲基金Ⅲ(有限合伙)也将在海尔电器集团董事会的9席中占有一席。

“海尔引入凯雷作为战略投资者,其品牌效应大于资本需求。”产业经济评论家洪仕斌分析认为,此次投资的金额相对于上千亿元规模的海尔来说并不大,海尔引进国际化的资本,是强力拉升内部资本运营体系,优化自身管理和业务的需要。

海尔电器2010年财报显示,综合渠道业务收入占其总收入的比重,已从2009年的13.33%,迅速上升至79%;在县级市场的零售终端店面数量已近7000家,在乡镇级市场也有2.8万个销售点。2011年,还开始全面收编海尔集团旗下的日日顺渠道平台,基本完成销售网、物流网和服务网在资本层面的整合。

(二)网易调查(2011年8月3日):凯雷在华投资屡屡不顺 苛刻投资海尔前景存疑

2005年10月,徐工科技公告称,国际知名私募股权机构凯雷将入主徐工收购其82%的股份,经过了长达3年的谈判与磨合,监管部门最终都没有放行此单交易,凯雷铩羽而归。

此后的很长一段时间里,驰骋全球资本市场的凯雷都几乎不敢触碰“中国民族工业”这条红线,转为投资民营企业以及非敏感行业。

回马枪在6年后杀出,凯雷这次的目标是民族白色家电第一品牌——海尔。

然而,这次交易的阻力明显小于此前并购徐工。一方面,凯雷此次仅追求参股并非控股;另一方面,凯雷拟投资的公司是海尔集团在香港上市的子公司海尔电器。

但新的问题却凸现出来,凯雷本次以“可转债+认股权证”的方式投资海尔电器,几乎零风险,而在双方签署的备忘录中,海尔电器又赋予凯雷众多权利,不差钱的海尔电器为何要委身,近些年绯闻缠身的凯雷又能否达到海尔电器的期望,网易财经展开调查。

1. 海尔牵手凯雷

海尔电器作为发行人向凯雷集团旗下基金发行可换股债券,债券本金共计10.67亿港元,转化价初步确定为每股10.67港元。债券期为5年,债券利息为年利率3厘(海尔电器有关人士解释为年利率3%),该笔可转债可于发行18个



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



月或之后随时将可换股债券全部或部分转换为海尔电器的股份。

海尔集团在香港的上市公司海尔电器于8月2日在香港联交所发布公告称，2011年7月31日，海尔电器与凯雷集团旗下基金Hawaii Asia Holdings Limited签署认购协议。

如果凯雷集团在可转债到期后不将债权转换成股票，海尔电器需返还本金并支付利息。

此外，海尔电器作为发行人还将向凯雷集团发行共计4,000万份认股权证，行权价初步确定为每股11.21港元。

凯雷集团可于发行日后18个月或之后随时认购海尔电器的股份(每1份认股权证附带认购1股海尔电器的股份的权利)直至自发行日起满5年。

海尔电器在公告中称，若凯雷集团行使全部权利，凯雷集团将获得海尔电器约9%的股权。

2. 苛刻的入股条件

“一般的股权投资都是有风险的，要承担股价波动的风险或者未能上市难以套现退出的风险，但此次凯雷投资海尔电器，却几乎是零风险。”一位PE界人士对网易财经表示。

首先，毋庸置疑的是，海尔电器是一家已经在香港主板上市的公司，股票流动性毫无争议。

其次，本次海尔电器并不是向凯雷增发股份，而是发行可转债，并规定凯雷可以在可转债发行后18个月至5年的时间内随时将任意部分债券转换成股份。也就是说，只要在可行权的3年半的时间内公司股价高于行权价，凯雷就能变现获利；而即使股价在可行权期间一直低迷，凯雷最终也可以全身而退并获得利息。

再者，凯雷获得的4,000万份认股权证没有付出1分钱，也就是说，在行权期内，只要股价高于行权价，凯雷就可以行权并变现获得利润。

但是，海尔电器方面对“零风险”一说并不认同。海尔电器负责此次运作的负责人龚鸣对网易财经称，凯雷投资的企业一般年化收益率都在30%以上，若最终公司股价没有能够上涨，每年3%的利息对凯雷来说已经算是亏损了。

事实上，凯雷对于投资的公司从来都不仅仅是财务投资，参与公司的内部管理一直是凯雷的风格，在海尔电器上也不例外。

此次凯雷投资不仅无风险，还获得了海尔电器的一个董事会执行董事的席位，并且将组建一个新的战略委员会，对董事会提出战略规划，此外，凯雷还对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司多个重要高管岗位有着影响。

公告称，根据协议，凯雷将在海尔电器的董事会中获得一个执行董事的席位，而凯雷更在这个董事席位上加了一层保险。公告称，若海尔电器董事会罢免凯雷委任的董事席位，并在罢免之后的10日内无补救措施，那么凯雷将有权提前赎回债券以及获得应得利息。

公告表示，凯雷需在协议签署后的60天内，为本公司渠道综合服务业务物色高级管理人才，其中包括财务总监、咨询总监、法务总监以及人力资源总监。

海尔电器一位参与此次项目的相关人士表示，此项条款并不是说财务总监、咨询总监、法务总监以及人力资源总监这4个高管完全由凯雷方面任免，凯雷只是协助公司寻找合适的人选，最终拍板的还是公司方面。

在此次协议中，海尔电器还将新增设一个战略委员会。上述人士表示，战略委员会的主要职责是为董事会提供战略决策，而战略委员会的成员为3名，其中1名由凯雷委任，1名独立董事，而第3个战略委员会的席位是否是海尔电器方面的人选，公告中没有透露。

此外，公告中还透露，在协议生效后，海尔电器几乎所有的重大决定都要经过凯雷的书面同意才能进行。公告称，海尔电器在修订其任何组织章程大纲或细则；更换其核数师（即审计师）；订立任何重大交易或关联交易；担保、借款等任何负债形式使公司负债率大于等于35%，都要经过凯雷同意方能执行。

“其实很多其他公司在接受此类投资的时候都有这一条款，只是他们没有披露出来。”上述相关人士对此解释道，凯雷方面是担心我们大股东会侵害他们小股东的利益，而这样的条款其实很常见，只是公司方面本着对投资者负责的态度披露出来而已。

3. 帮助海尔电器转型

一边是几乎无风险的投资，一边是出让公司部分的经营和决策权，为何海尔电器要做出这样的“牺牲”。

为了钱？

恐怕不尽然。海尔电器2010年年报显示，目前公司账上的流动资金还有20多亿元。海尔电器方面该项目负责人龚鸣对网易财经表示，此次引进凯雷作为战略投资者，是看中了凯雷在渠道优势、人才管理以及丰富的投资经验，这将为公司接下来的战略转型提供很好的支持。

资料显示，在签订认购协议之前，海尔电器和凯雷还签订了一份不具法律约束力的备忘录。该备忘录称，凯雷有意向海尔电器提供综合渠道服务业务评估、



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收购机会及投资策略评估、物色与供应商的合作机会、招募人才等相关支持。

事实上，正如龚鸣所说，海尔电器目前正处于战略转型的关键期。

海尔集团旗下的有两个上市公司平台，一个是上海上市的青岛海尔，一个是香港上市的海尔电器，但两家公司关联交易和同业竞争问题一直以来都备受争议。

因此，海尔集团一直希望两家公司发挥不同的功能，具体方案是，青岛海尔将主要负责家电制造，海尔电器负责家电分销。

而在近期，这一战略转型开始加速。从去年至今，海尔集团将旗下多家物流企业注入至海尔电器，而海尔电器旗下，专注于三四线市场家电分销的子公司日日顺也在大量收编本属于母公司旗下的分销子公司。

在收编了江苏、湖南日日顺等众多地方日日顺分销子公司之后，今年 6 月底，海尔电器斥资 2.4 亿元向控股股东海尔集团收购青岛日日顺电器服务公司全部股权。

目前，日日顺在全国县级地区的加盟店已经达到 700 家，在乡镇市场，已拓展 2.8 万个销售网点，覆盖全国 80% 以上乡镇。

上述海尔电器内部人士也表示，虽然目前公司现金较为充裕，但日日顺的收购还将持续，对资金的考验会逐渐显现，因此在此时引入凯雷作为战略投资者，资金的储备也是非常重要的一个因素。

4. 屡屡不顺的在华投资

近年来，凯雷在华投资屡屡不顺，而凯雷对此有自己的说法，都将责任归咎到被投资方，然而究竟是凯雷遇人不淑，还是其亚洲基金的管理或是运作模式本身出现了问题，恐怕只有凯雷自己知道。

“这将是一个双赢的决策。”海尔电器内部人士这样描述这次投资。

诚然，对于凯雷而言，不仅获得了低风险的投资机会，还获得了海尔电器的部分经营决策权；对于海尔电器而言，获得了资金的同时也预期会获得凯雷在管理、投资等方面的经验。

但是，凯雷近些年在中国市场投资中出现的种种问题，让市场对这笔交易的前景打上了一个问号。

2008 年，凯雷投资徐工触礁后，凯雷将目光投向了全球最大的橡胶防老剂生产商江苏圣奥化学科技有限公司(下称江苏圣奥)。

公开数据表明，江苏圣奥在凯雷收购之后业绩节节下滑。2008 年，江苏圣奥销售收入 30 亿元；2009 年下降至 22 亿元；2009 年更下降至 20 亿元。

而公司老员工与凯雷委任的新的管理层之间的矛盾也愈演愈烈。据一位江

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏圣奥员工称,凯雷委任的员工和江苏圣奥的员工工资待遇差别极大,而凯雷委派的职业经理人对具体业务的不熟悉,造成公司管理混乱,更是加深了矛盾。

更要命的是,江苏圣奥此时传出了逃税的丑闻。据此前媒体报道,江苏圣奥指定一家子公司将原本价值 8 万 ~9 万元/吨的货品以 2 万元/吨的价格销售给关联方以避税,随后,国税稽查局对该子公司进行了调查。

然而,江苏圣奥并不是一个个案。

凯雷投资的香港上市公司中国森林此前就因为会计问题遭到香港证监会调查,自 1 月停牌,2 月 18 日,中国森林执行董事、CEO 李寒春被罢免;一周后,李寒春因挪用 3,000 万元公款及“拿走”部分销售文件而被中国贵州省公安局扣留,一众高管目前依然处于“无法取得联系”的情况。

另一家凯雷投资的公司中国艾瑞泰克 5 月刚刚从 NASDAQ 退市,退市的原因是未能按时提交年报。而此时有机构声称,该公司谎报化肥业务规模而误导投资者,目前正进行一项独立调查。

(三)金融界(2011 年 8 月 6 日):海尔电器:牵手凯雷投资转型渠道服务

凯雷投资集团(下称“凯雷投资”)与海尔电器集团有限公司(下称“海尔电器”)的牵手让很多人始料未及。只有不到三个月的接触时间,他们的手就已经握在了一起。

这场交易中,凯雷投资将获得持有占海尔电器股份约 9% 证券的权益。交易分三笔资金:一是将向海尔电器集团有限公司投资约 1.37 亿美元,认购可转换债券;二是还获得可额外投资的认股权,执行该认股权时将再投资约 5,700 万美元;三是还有一项被双方称为“其他投资”的神秘项目,双方都没有披露其具体内容。此项交易可望于本月完成。

1. 投资日日顺

经过对海尔电器的尽职调查、跟踪和论证,今年 5 月、6 月份间,凯雷投资终于认为时机成熟,主动发起了进攻。凯雷投资项目团队来到海尔,洽谈相关投资和合作事宜。

凯雷投资与海尔电器的合作可以说一拍即合,讨价还价中也没有太费周折。未来约 9% 的股权占比,使得凯雷投资将成为海尔电器大股东之一。控股股东仍然是海尔集团旗下青岛海尔股份有限公司(下称“青岛海尔”),股权占比 50.85% 。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



凯雷投资中国区企业传讯董事周红旗对本报表示，凯雷投资海尔电器，是希望抓住中国市场区域平衡给农村市场带来的巨大机会；企业转型尤其是海尔率先转型服务商带来的机会；以及凯雷与中国企业一起成长的机会。

家电行业专家罗清启对本报表示，海尔电器日日顺渠道正处于完成布局的起步阶段，有一定的投资风险。周红旗则表示，风险与回报是成正比的。海尔电器目前在三四级市场已取得先行者优势。海尔日日顺渠道，不仅经营海尔自己的产品，还经营其他品牌的产品，这是凯雷尤其看重的。凯雷对于海尔在日日顺渠道未来发展空间很有信心，也期望助其扩张。

周红旗表示，凯雷不仅要在资金方面帮助海尔发展，也希望带给海尔全球投资和并购、布局全球战略方面的经验，还希望借助凯雷品牌帮助海尔招募人才，助海尔在海外市场发展。但目前主要是做好日日顺，做好三四级市场。

海尔电器投资关系负责人表示，很多人猜测，海尔电器与凯雷合作，是看中凯雷的投资。但事实上，海尔电器并不缺钱，现金流很充裕。选择与凯雷合作，主要是很看重凯雷这一资本平台及其在资本市场的名气，这些可帮助海尔日日顺招募到国际化人才，引进调研机构，站在全球的角度帮助海尔进行全球市场分析，寻找市场机会。

海尔电器现正在向渠道服务型企业转型，该公司在全国拥有领先的家电经销渠道、物流和服务体系，在三四线地区拥有非常庞大的销售网络，经销海尔以及第三方品牌的家用电器和相关产品。而凯雷正在亚洲市场做一些明星项目，正是看中了海尔在三四级市场的渠道服务能力，选择日日顺作为在海尔投资的项目。

海尔电器上述投资关系负责人表示，海尔电器目前虽然不缺钱，但长远来看，未来日日顺如果发展速度超出预期，凯雷投资的资本运作能力会给海尔带来帮助。随着合作的深入，也不排除未来有更大合作空间。

2. 没有对赌

周红旗表示，在与海尔电器的这笔交易中，协议项目没有外界猜测的对赌协议。

“凯雷投资集团从来不签对赌协议。公司只投资成熟的企业，不做风险投资项目。”周红旗表示，“凯雷与海尔，这是一场双赢的合作。”海尔电器也表示，双方没有签订对赌协议。

罗清启认为，双方也没必要签对赌协议约束对方。到 2013 年，国内三四级市场预计将达 4,000 亿左右的规模。凯雷作为一家管理着 84 只基金 1,076 亿美元的资产全球性投资公司，拿出几亿美元投资海尔电器，只是一种投石问路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的做法，更多的是一种尝试。而海尔日日顺渠道，在三四级市场的独到布局，以及其独特的商业模式，都成为还未被开掘的金矿，未来成长空间很大。对于凯雷这样的投资公司而言，是一桩很不错的买卖。

该合作项目中，凯雷亚洲基金Ⅲ（有限合伙）作为战略投资者，将在海尔电器董事会的九席中占有一席。

凯雷投资方面表示，该项投资将大力支持海尔电器进一步向服务型企业转型和积极拓展中国三四级市场综合渠道业务，尤其是第三方独立品牌的分销业务。截至目前，凯雷投资在中国的股本投资已超过 30 亿美元。

海尔电器则是海尔集团旗下青岛海尔股份有限公司控股子公司。海尔集团目前已是一家跨国性住居生活解决方案提供商。2010 年，海尔集团全球营业额 207 亿美元。目前在全球，有 21 个工业园，24 个制造基地，10 个综合研发中心。

海尔电器正在通过日日顺平台，向综合渠道服务商转型。从 2010 年第二季度开始，公司正式确立了日日顺营销渠道业务。海尔电器日日顺在全国的渠道网络，已发展到 7,000 多家县级分销网络、3 万家乡镇级网点，并在 13 万个乡村建立了村级服务联系站。县级覆盖率 90% 以上，镇覆盖率达 65% 以上。

海尔电器已完成作为渠道商的市场网络主体布局，初步确立了三四级市场渠道商的地位。海尔电器 2010 年财报显示，其综合渠道业务收入占其总收入的比重，已从 2009 年的 13.33%，迅速上升至 79%。

本书点评

此次海尔引入凯雷投资，并非是借助其资金扩充在这两大产品领域的实力，而是希望借机在国内三四级市场尽快发展壮大家电数码产品分销网络。而且这个分销网络不仅局限于海尔的产品，而是要打造成一个容纳众多家电数码产品品牌的第三方渠道平台，海尔要打造的是一个“布局于中国三四级市场的国美、苏宁”。事实上，海尔电器以往的强项在于白色家电制造及销售业务，而在分销业务则经验较少。此次海尔引入凯雷投资，除了看重其提供的资金外，关键是要借力凯雷投资在消费品及分销领域的经验。海尔的这种做法使我想起了空调巨头“格力电器”。格力就是不想被苏宁、国美掐住自己的喉咙，打出了属于自己的代理渠道，海尔是想步其后尘了，下一个会是谁？苏宁、国美以后会不会成为二三线品牌的大卖场？看来天下大势，分久必合，合久必分啊……



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七十二章　惠州雷士光电科技有限公司

一、案情介绍

（一）公司简介

惠州雷士光电科技有限公司，是一家专业照明电器与电气装置产品制造商，位于广东惠州汝湖镇雷士工业园。凭借优异的产品品质、卓越的服务精神，赢得了客户的广泛认可与赞誉，雷士在国内商业照明领域一直保持行业领先地位，其“NVC 雷士照明”品牌已成为国内照明行业领袖品牌。多年来，雷士已获“中国驰名商标”“国家免检产品”“广东省著名商标”“广东省名牌产品”等多项殊荣。

雷士产品涵盖：商业照明、家居照明、户外照明、智能照明、雷士电工和光源电器等六大种类六十余个系列数千个品种，为客户提供了全方位的照明与电气装置项目的产品配套、客户服务和技术支持。公司自 1999 年成立以来，销售业绩保持高速增长，雷士的高速成长引起了企业界的高度重视，雷士于 2005 年先后入选了 2005 年中国企业“未来之星——最具成长型的新兴企业”和“2005 年中国成长企业 100 强”。2006 年 2 月，占地 20 万平方米的雷士工业园竣工投入使用。为加快国内生产基地战略布局，目前投资数亿的重庆万州雷士工业园已于 2007 年 3 月 18 日竣工投产。

雷士凭借强大的研发力量，致力于新型绿色照明产品的开发和和谐光环境的营造。先后与哈尔滨工业大学、复旦大学电光源研究所等国内权威大学共同进行先进照明技术和国家重点科技项目的研究开发，不断保持着积极创新的激情。雷士在整个亚太地区首个加入 DIALux 设计软件外挂程序，将艺术的追求纳入科学的实际。2005 年 9 月至 2006 年 8 月，雷士斥巨资成功举办了“雷士杯照明设计大奖赛”，大力推动了中国照明设计事业向专业化、标准化、科学化、国际化方向发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司非常重视且在不断完善基础管理，员工实行了科学的绩效考核制度。同时，斥巨资引进 ERP－SAP 系统，通过精确的数据有效监理生产流程和内部管理。雷士已通过 ISO9001:2000 国际质量体系认证，并被评为中国质量服务信誉 AAA 级企业、中国农业银行"2005 年度 AAA 级信用企业"；产品通过 3C、TUV、CE、EMC 等国内外权威认证与检测，并荣获中国照明灯饰十佳质量放心品牌、中国进入 WTO 推荐产品、中国建筑电气知名品牌、中国质量达标放心品牌和最具影响力品牌等多项荣誉。同时，为了进一步推进国家名牌战略的实施、促进我国经济发展和提升公司的品牌形象，公司获得中国驰名商标。

雷士公司在二十几个国家和地区设有经营机构，雷士产品专卖店多达 860 余家、雷士客户服务机构也已遍布全国。雷士的专业服务，得到了广大消费者的认可和权威机构的称赞，雷士营销团队被评为 2004 年度"中国营销团队 25 强"。为了适应新形势下的战略发展需要，公司对现有的客户关系网络进行了整合，在全国各地成立了 35 个运营中心，完善了公司供应链系统、物流配送系统以及客户服务系统。

10 多年来，雷士一直保持高速增长，通过自主研发体系，开展持续创新运动，为大众提供高效节能、健康舒适的人工照明环境。产品涉及商业、建筑、办公、光源电器、家居等领域，特别是商业照明一直保持行业领先地位。2010 年 5 月 20 日，雷士照明成功在香港联交所主板上市，股票代号:02222。

在中国，雷士拥有广东、重庆、浙江、上海等制造基地，并设立了广东和上海两大研发中心。全国 36 家运营中心和 2000 多家品牌专卖店组成完善的客户服务网络。在全球，雷士在 30 多个国家和地区设立了经营机构，展开国际化营销战略。

作为一家专业的照明企业，雷士的照明产品及应用解决方案被众多著名工程和知名品牌所选择，包括 2008 年北京奥运会、上海世博会、天津地铁、武广高速铁路、上海虹桥交通枢纽等著名工程，希尔顿、喜来登、洲际等星级酒店，宾利、宝马、丰田等汽车品牌，美特斯·邦威、劲霸、鄂尔多斯等服装品牌，并成为广州 2010 年亚运会灯光照明产品供应商。

创建世界级品牌是雷士的终极目标，致力倡导"光环境"：以人工照明美化商业人居空间，以环保型节能照明保护人类健康生存环境。因此，雷士不断推



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进先进照明技术的研发与应用，以专家精神，践行品牌信念和承诺。

1. **雷士有独特的经营方式**

根据公开的数据，照明行业的企业每年平均以20%的速度在增长，而雷士的增速则达80%。

如此快速的增长，很大程度上得益于其在国内照明行业中首创的专卖店模式。雷士的专卖店加盟不仅不要钱，反而"往外送"。每开一家店，雷士要倒贴3万多元。如此一来，要求加盟的人络绎不绝。雷士层层筛选过后，很快建立了自己的渠道，目前雷士照明的专卖店已达到2100多家。

当专卖店逐渐增多时，雷士通过成立各省的运营中心加强对渠道的管理。运营中心模式使得雷士可将区域的管理成本在一定程度上释放到渠道运营商身上，让经销商在获得稳定收益的同时，也承担着运营的风险。按照一个省建立一个运营中心的原则，如今雷士已有36个运营中心，有相当一部分的销售业绩已经过亿元。

2. **国际资本助雷士国际化**

拿"老外"的钱，雷士也有自己的想法。吴长江表示，雷士一直在寻找和搭建向国际化发展的平台，高盛此次注资是雷士走向世界的重要一步。他们今后的目标是学会更多地利用国际资本，掌握国际市场游戏规则。

吴长江坦言，引进国际资本还看中其背后的资源。以前的雷士在扩张、发展的阶段常感到人才紧缺，尤其是高端人才。引进软银后，搭建了一个国际化平台，先后引进了原TCP中国区总裁、国际级光源专家以及两位在飞利浦任职超过十年以上的高管。

据悉，从2006年起，雷士已经开始了海外市场的开拓。2007年6月，雷士收购了一家英国的照明销售企业；2007年8月，雷士与国际照明巨头GE达成战略合作；2007年10月，雷士海外首家自主品牌旗舰店在马来西亚开张，之后包括泰国、越南、印度尼西亚的店，都以自有品牌开设专卖店的形式去实现，虽然雷士的国际化才刚刚起步，但"我们预计今年在海外的销售能实现300%以上的增长。"吴长江表示。

（二）融资历程

（1）2006年8月14日，软银赛富投入的2,200万美元到账，购买了雷士约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

55.5 万股股票,占雷士股权比例 35.71%,2008 年 8 月,,软银追加注资 1,000 万美元。

软银赛富基金成立于 2001 年,2008 年已更名为赛富亚洲基金。目前共管理约 40 亿美元的基金,包括旗下四期美元基金及若干人民币基金,是亚洲最大的风险投资和成长期企业投资基金之一。基金主要从事私募投资及与股权相关的投资,其投资领域包括亚太地区的信息技术、媒体和电信产业。SAIFPartners 是软银亚洲投资基金的管理公司,阎焱先生为该管理公司的首席合伙人。目前已经在中国、印度和韩国等地区投资超过 20 亿美元,100 多家企业。在中国,赛富投资了盛大网络、完美时空、中国数字电视、橡果国际、ATA、怡亚通、天汽模、神州数码、摩比天线、环球雅思、银联商务、雷士照明、汇源果汁、迈科金属等公司。

(2)2008 年 8 月,雷士获高盛注资 3,655 万美元。这是迄今为止高盛首次把资金注入国内照明行业。

高盛本次注资是雷士获得的来自国际资本市场的第三笔投资。雷士照明总裁吴长江表示,雷士一直在寻找和搭建向国际化发展的平台,高盛此次注资是雷士走向世界的重要一步。他们今后的目标是学会更多地利用国际资本,掌握国际市场游戏规则。

不过,相对于融资,吴长江坦言,引进国际资本更在于资本背后的资源。以前的雷士在扩张、发展的阶段常感到人才紧缺,特别是对高端人才的需求。在引进软银后,为人才引进搭建了一个国际化平台,先后引进了原 TCP 中国区总裁、国际级光源专家以及两位在飞利浦任职超过十年以上的高管。

二、各方观点

(一)《金羊网》(2008 年 10 月 8 日):软银高盛注资雷士 中国照明企业加速国际化

近日,国内照明龙头企业雷士获得了境外集团高盛注资,这是迄今为止著名的跨国投资集团高盛首次将资金注入国内照明行业。

据了解,2006 年,作为照明行业率先注重于品牌打造的雷士照明吸引了软银的 2,200 万美元投资。2008 年初,软银在原来的基础上再追加了 1,000 万美元的投资。

高盛本次注资是雷士获得的来自国际资本市场的第三笔投资。投资于雷士的软银和高盛为何置身于传统制造业,雷士为何屡屡获得外资的青睐?



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



据称高盛投资企业，最注重的标准是成长性，而雷士非常切合高盛的标准，无论是它所在的照明行业也好，还是它自身在行业的市场占有率、品牌影响力，都有着非同寻常的成长能力。

根据公开的数据，照明行业的企业每年平均以20%的速度在增长，而雷士则以80%的速度在增长。从销售数据上看，雷士2005年的销售额为8亿，2006年销售额为12亿元，2007年销售额达到20亿元，2008年预计销售额能达到40亿元……雷士所呈现出来的“快”的一面，让业内企业叹为观止，连国际巨头也开始把雷士作为其在中国乃至全球战略的主要对手。

业内人士称，除了高成长性外，雷士之所以备受青睐，还来自其创新意识和品牌运营模式。

雷士是国内照明行业第一家采取专卖店模式的企业，突破了当时原有的商业路径和规则。在加盟的政策上，雷士采取了与别的企业相反的政策，雷士的专卖店不仅不要钱，甚至采取了往外送的做法。每开一家店，雷士要倒贴3万多元。想加盟的经销商，雷士会根据销量的大小、在当地的影响度等，采取一定形式的现金补贴，并给予其装修费，让经销商免费开张。如此一来，要求加盟的人络绎不绝。雷士层层筛选过后，很快建立了自己的渠道。雷士照明的专卖店目前已达到2100多家。当专卖店逐渐增多时，雷士适时成立各省的运营中心，以加强对渠道的管理。

2008年，当国内照明行业沉浸在如何应对成本上升、人民币升值等压力时，雷士已经率先发力，按照国际先进水平筹建的雷士上海研发中心在7月份正式启动，主要研发方向瞄准国际前沿的节能照明电器产品。

雷士照明总裁吴长江表示：“我们要进入国际市场，去跟一些照明行业的巨头同台竞技，必须要走自主创新的道路，只有掌握了核心技术，才能彻底摆脱中国制造大国的尴尬现状。”

在2008奥运场馆价值5亿元的照明工程中，雷士照明成为中标最多的国内照明企业，获得了包括奥林匹克中心区、奥运村、奥林匹克国家会议中心等10多个奥运场馆的照明工程。以绿色奥运、百年工程为目标的奥运照明项目选择了民族企业，正是对这些“中国创造”实践者的最好回报。

拿“老外”的钱，雷士也有自己的想法。吴长江表示，雷士一直在寻找和搭建向国际化发展的平台，高盛此次注资是雷士走向世界的重要一步。他们今后的目标是学会更多地利用国际资本，掌握国际市场游戏规则。

吴长江表示，此次引进高盛投资的目的——把企业推向国际化、规范化运作，降低企业的经营风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)《第一财经日报》(2010年5月7日)：雷士照明上市在即 软银3,200万美元风投修成正果

最大的国内照明品牌供应商雷士照明控股有限公司(下称“雷士照明”)昨日宣布在香港联交所主板上市，每股作价最高2.9港元，最多集资20.12亿港元。中信证券、建银国际资产管理有限公司以及福建七匹狼的周氏家族成员，成为基础投资者，共认购4,500万美元的股份。

雷士照明此次全球共发行约7.28亿股，三名基础投资者认购股份总数约为1.2亿股，占全球发售完成时已发行股份的16.56%，6个月内禁售股份。其中，中信证券香港子公司和旗下两只基金共认购2,000万美元新股。

另外，建银国际资产管理有限公司认购1,000万美元股份；福建七匹狼实业股份有限公司的董事会主席周少雄夫妇和首席执行官周少明夫妇，通过Shine Profit Assets Limited认购1,500万美元的股份。

上市在望对雷士照明现在的最大股东，持有30.73%股份的软银赛富来说，无疑是好消息。由阎炎领军的PE软银赛富早在2006年就向雷士照明注资，并于2008年再次增资，两次注资总额为3,200万美元。而当时，雷士照明就传出到港上市的消息。

“此次全球发售，他们都没有卖掉股份，对我们的发展充满信心。”现持有公司29.33%股份的雷士照明创办人吴长江说。从招股书披露的资料来看，全球发售完成后，赛富在雷士照明的股份由30.73%摊薄至23.41%，高盛持有的股份则由9.39%摊薄至7.15%。

对于风投基金来说，退出是迟早的事。正如在雷士照明间接持有4.8%股份的优势资本总裁、磐天中国SPAC基金合伙人吴克忠，此次即出售499万股。

(三)新华网(2010年5月2日)：雷士照明今日赴港上市 低碳节能照亮国际化之路

20日上午，随着香港联交所当日唯一一声锣鸣响彻全场，惠州雷士照明发行的7.28亿股顺利开始挂牌交易，股票代号为2222。雷士照明在港上市由高盛及汇丰任联席全球协调人、联席账簿管理人及联席保荐人，联席牵头经办人则为高盛、汇丰及交银国际。

当日，雷士照明董事长、首席执行官兼执行董事吴长江先生对媒体表示，雷士照明发行的7.28亿股，当中90%为国际配售，10%为公开发售，每手买卖单



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



位为1,000股,并有超额配股权15%。募集的资金当中4.9亿港元用于国内外的市场扩张,包括并购及其他策略性投资。

此外,在品牌战略及销售网络上投资4.1亿港元(计划于2010年12月31日前达到3000家雷士专卖店,并扩大业务范围至欧洲、北美及南美);资本开支占4.1亿港元(将打造新的生产线,务求将雷士灯具产品的年产能增加约25%);研发占1.6亿港元(重点增强雷士在LED、HID等领域的实力和号召力)。余下资金将拨作一般营运资金。

雷士照明招股书上显示,按照2008年产量计,雷士照明已经成为中国最大的节能灯制造商、T4/T5支架制造商以及电子镇流器制造商。而且截至2009年12月31日的统计结果表明,雷士照明的产品可通过36名独家区域经销商的全国销售网络及覆盖中国31个省、直辖市和自治区的2461家雷士专卖店销售。据预测,截至今年6月30日止6个月,雷士照明赢利不少于1,740万美元(约1.351亿元);而截至2009年12月底,雷士赢利则为1,469万美元。该公司自1998年成立以来,是中国最近十年发展最快的企业之一。

其实,早在数年前,就有数家国内外知名投行如PE软银赛富、高盛看好雷士的发展思路和前景,不仅注资企业,更力促雷士上市。

2010年5月,雷士照明正式启动在港上市的消息不胫而走,成为业界和媒介共同关注的热门话题。同期太古地产、佳通轮带等几支公开招股的新股,却相继在5月上旬止步不前,与一直受到国内外知名投资者热捧的雷士照明,形成冷热对比。有资深股评人士分析认为,此次雷士招股获得国内外知名企业力挺,充分彰显了这些买家对中国照明行业未来前景和雷士企业的信心。

吴长江则显示出更大的自信:"截至2009年12月31日过去三个财政年度的销售收入,赢得高达53.3%的复合年增长率。未来,雷士照明会继续打造'环保'形象,增加雷士门店数量及加强分销渠道以扩大在中国的市场份额。此外,从2007至2009三年来,公司节能照明产品总销售额占此期间总收入的比重逐年增加,从37.5%跃升至60.1%,今后将继续加强节能产品的研发竞争能力,发挥雷士照明的品牌优势,进而跻身国际品牌行列。"

(四)《第一财经日报》(2012年2月14日):从贴牌到创牌 吴长江7年照亮雷士

雷士当时在行业内率先通过现金补贴经销商推出专卖店,树立本土品牌形象。吴长江说:"头3年我们的资金非常紧张,赚的钱全部投入产品研发,建专卖店。2000年春节,全家甚至是借了2万元过年。2001年,雷士销售收入过亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，当年也只赚了100多万。”

6月8日，国外照明业巨头GE、飞利浦、欧司朗等以强力的阵容出席亚洲最大规模的广州国际照明展。然而会场上，民营本土照明巨头广东惠州雷士却以400余平方米的最大展位抢了洋品牌的风头。

广东惠州雷士光电科技有限公司（下称“雷士”）虽然偏安粤东，但在GE、飞利浦、欧司朗洋巨头眼中，雷士已经是公认最有实力与外资抗衡的国内照明龙头。

7年销售增长30倍，雷士最近不但连连获得国际风投热捧，还被推荐到美国上市。雷士传奇的成长背后，是一位同样带传奇色彩的掌门人吴长江。6月8日，《第一财经日报》记者专访吴长江，分享了雷士8年高速成长的经历。

吴长江1988年毕业于西北工业大学飞机制造系，1992年从老家重庆下海到深圳。1998年，与另外两位中学同学以注册资金100万元，创建雷士公司。

雷士起步时，中国照明行业已经如火如荼。不但飞利浦、欧司朗、松下等跨国照明行业巨头已进入中国，仅在珠三角一带的照明企业已超过3,000家。

雷士当时一无品牌，二无资金，公司在很长一段时间靠为国外的企业贴牌生产过活。吴长江建立自己品牌的梦想，在第一桶金积累后得以萌发。1999年，雷士公司销售收入2,700万元，而到2000年时已达到6,000万元，成为当地小有名气的企业。

然而，刚准备在“雷士”品牌上大干一番的吴长江一开始就遇上质量事故。由于灯源供应商质量出了问题，顾客反映雷士的灯具用不到两个月就坏了。吴长江确认属质量问题后，决定立即实行召回制。“有职工提出把雷士商标抹去后再销售，但我断然否决。那次收回产品直接损失达100多万元。”

危机，有“危”，才有“机”。雷士负责任的召回，用经济损失提高了企业质量意识，也换回市场对品牌的信任度。此后，为突出雷士品牌竞争力，吴长江毅然砍掉了一批已经成型的主流产品，转而主攻颇具技术含量的商业照明。当年，雷士将大批照明行业的泰斗及专家请到公司，并同时与复旦大学光能合作所、哈工大光学研究所等顶尖研究机构合作。有了两大机构的技术支撑，雷士在商业照明领域一炮而红。

而在雷士以前，国内消费者习惯在街头器材店或者综合卖场里挑选各种品牌的灯具。雷士的渠道建设，从照明行业专卖店还是空白的缺口突围。

熬过了前期资金难关，雷士迅速驶上快车道。吴长江称，目前雷士旗下专卖店已近1000家，打造了一张主力营销网。渠道爆发的能量非常惊人，2003年，销售3亿元；2004年，6亿元；2005年，10亿元，企业开始爆炸式地增长。短短几年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，雷士在珠三角3000多家照明企业中脱颖而出，成为国内最大的灯具企业。

销售业绩每年以80%的速度递增，中国本土照明企业中跑出雷士这匹“黑马”。吴长江称，雷士“快得可怕的速度”，吸引了跨国巨头的关注。“飞利浦总裁此前访华，曾详细了解了雷士公司的情况，并有意收购雷士。”

“雷士目标不但是中国第一，目标还是世界第一。”吴长江对外婉拒洋巨头的邀约，然而吴长江的远大理想，却竟差点栽在雷士内部的股东恩怨，股权纷争上。

和大多数民营企业一样，随着雷士的做大，股东间就利润分配方式出现巨大分歧。2003年下半年，吴长江认为，当年赚到的钱应该投入扩大生产，不能贪图眼前利益。而其他两个股东不愿冒太大的风险，坚持最直接的方式就是分红！两种不同意见较量的结果是，两票赞成，一票反对，吴长江被要求领一笔钱后彻底退出雷士。

吴长江本已准备打道回府，事情却因大部分经销商自发力挺吴长江而出现戏剧性变化。在大批经销商要求恢复吴长江掌舵的压力之下，另外两个股东反而不得不宣布退出雷士，前提是吴长江必须一个月内支付近2亿元的股权赎买金。

其时，恰逢年底，经销商要返点、年终奖要发放、来年生产要打款，处处都要用钱。眼见雷士陷入了困境，两家合作伙伴又以一纸诉状将雷士告上法院，雷士账户又被冻结。近2亿元的股权赎买金，成了横在吴长江与雷士之间几乎不可逾越的鸿沟。

吴长江危难关头，奇迹再次出现。“一位老乡专程从美国赶来，将2,000万元支票郑重地交给我；另外一位平时10万块钱都不借的朋友一下子拿出了1,000万，还四处帮他借钱；一家风投公司的负责人打来电话，要先打1亿元钱到账上再说……”令吴长江最感动的是，有很多员工主动找上门来。他们拿出了自家的房产证、全部的储蓄、现金，“堆在桌子上足足有半人高”。

2005年初，吴长江如期兑现了股东的资金。

吴长江全盘掌舵雷士后，又迎来新的发展机遇。2006年，软银以2亿元首次投资IT业外的照明企业雷士。吴长江坦言，“风投带来了严格的企业管理制度。考虑不周的方案，风投方会大胆地否定掉，有效规避了风险。”而吴长江又向记者透露，目前雷士正与另一风险投资机构美林谋求合作。“方向性的投资协议已经签订，最后合约估计今年第二季度敲定。”

虽然雷士经历几年高速成长，但吴长江承认，中国的企业要想真正与飞利浦、GE等跨国巨头抗衡，显然盘子还不够大，品牌号召力也存在较大差距。“在奥运会订单上，主场馆全部由洋品牌获得，而雷士在奥运村和跳水、羽毛球等辅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助场馆获得数千万元订单。这已经是本土照明企业最好的成绩。”

2006 年 8 月，雷士在山东临沂、重庆万州投资数亿元，圈地千余亩，打造华北、西南地区最大的照明基地。针对研发不足的弱点，雷士又收购了世代照明。在行业横向的延伸上，雷士在原有的商业与灯饰品系基础上全面出击，在家居、工程、电工、光源等各大类展开市场探索。

“做企业就像做水桶。刚开始时，你得以最快的速度将水桶做大，因为不管桶漏不漏，桶大了接的水多。但当桶里的水足够多时，你就得考虑尽快补水桶，否则再多的水都会漏光！”吴长江说。

“目前雷士并不缺钱，因此赴美上市的计划并不急迫。目前雷士市值5 亿 ~6 亿美元，我相信市值达到 7 亿 ~8 亿美元时，将获得更多投资者的青睐。”

“中国的照明行业估计有 1,500 多亿的大市场，现今不过两三百亿元的规模。”吴长江称，雷士的下一个目标是“2008 年要做到销售 50 个亿！”

本书点评

照明行业门槛低，全国有万余家企业，要保持领先优势必须加大研发投入和营销渠道的开拓，但是成本的上升和产品价格的下滑，使得行业利润水平快速下降。千军万马过 LED 这个独木桥，行业现象可蔚为壮观。中国 LED 行业没有绝对的核心技术，这是致命伤。这个行业好，不代表这个行业的中国企业就好。如果读者您是大股东之一，你会选择分红还是扩大再生产？我的答案是分红。我悲观地认为，行业的冬天就要来了，赶紧穿上“现金棉袄”吧！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七十三章 拉手网:IPO 未果,团购行业的冬天还是春天

一、案例介绍

(一)拉手网简介

北京拉手网络技术有限公司旗下拉手网属于国内的团购网站,借鉴美国 Groupon 团购网站的赢利模式,其总裁吴波为焦点房地产网创始人,2010 年 3 月网站上线,该公司凭借管理团队清晰的赢利模式率先覆盖了北京、广州、深圳及南京四个城市。该网站提供基于城市的团购,一天一种商品。团购项目包括餐厅、酒吧、KTV、SPA、美发店、瑜伽馆等的优惠券。2010 年 9 月 15 日,拉手网全面升级,采取一日多团的新模式,在同一天的主页面中向用户推出多款团购活动。拉手网这一动作不仅再次突破了国内团购行业一直以来一成不变的商业模式,更是跳出了对团购网站鼻祖 Groupon 的一味模仿,自成一体。这是拉手网自成立以来,第二次向传统的团购模式发起挑战。这种敢于在实践中不断创新的精神,也无疑给国内互联网产业做出了榜样。目前,拉手网无论是从公司规模、商业模式还是服务质量方面来说,都已经跃居成为团购行业中的龙头老大,成为中国最大并且首个向用户承诺零风险团购的网站。

同时,拉手网通过扩大呼叫中心、建立同城物流、自建实体体验店等做法,提高用户满意度。酒店旅游在不少团购网站中已经成为固定的频道,但能够把酒店旅游进行深度拓展的,拉手网可以说是唯一的团购企业。拉手网酒店旅游频道之下包含了旅游团购、酒店团购、出境游、酒店预订、今晚团酒店和拉手商旅卡六个服务项目,构建了完整而丰富的酒店旅游品类的产品线,这是团购行业内极具竞争优势的创新之举。团 800 发布的 2011 年团购行业数据统计报告显示,拉手网、美团网和窝窝团的用户购买人次排在三甲,三家网站的购买人次总量占全国份额的 38%,三强鼎立的局面初步形成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）公司发展历程

15 年来，吴波一直走在创业的路上，拉手网是他创办的第五家公司。此前，他创办的公司里，有两家最终上市，两家并入搜狐。在吴波的观念中，做互联网就是要“快”！

拉手网 CEO 吴波，可以说是中国互联网的“老人”。

正因为快字当头，拉手网自建物流就曾创下“下单后 12 分 08 秒送达”的最快速度纪录。

1999 年，吴波从美国回到国内，新浪、搜狐、网易已经在中国互联网上占据了大半江山，但是，他创办了焦点网，还想把焦点网打造为流量前三的门户网站，但是，当流量相差 10 倍的时候，他意识到自己没戏了，于是知难而退，以1,600万美元的价格出售给了张朝阳，他和创业团队的二十多个人有了自己的第一桶金。

这个经历，也形成了他的一条创业准则，“做不到前五，就要考虑转型或者出售。”

2005 年，吴波带着自己核心技术团队创建了中国第一家专业视频共享平台网站。吴波当时面临的问题是投资方对于融资方案“就是不签字”，其间，优酷、六间房鱼贯登场，等投资方回过神来，吴波却考虑到视频网站是个烧钱的项目，已经退出。

看到团购的模式后，吴波觉得，他和他的团队可以再次出发。

2010 年，投资界称为“团购元年”。

成立团购网站拉手网，吴波比美团网 CEO 王兴晚了半个多月，但他却是中国团购网站里融资最多的那个。

2010 年 3 月 18 日，拉手网正式上线。4 月 22 日，其宣布获得泰山天使的投资，成为国内首家获得投资的团购网站。问到原因，吴波答得干脆，第一是诚信点，第二个就是更傻一点，在关键时刻，退一步，这样融钱的时候反而比别人快。

今年年中，据经济之声报道，统计显示，吴波是中国团购网站里面融资最多的人，三轮融资，拿到了 1.6 亿美金的风险投资。

1. 在互联网江湖，一切都要快

吴波有个理念：互联网是个江湖，要想成功，需要他人的扶持；要想做大做快公司，不能斤斤计较。正是这种理念，使拉手在与投资人的谈判中，还被认为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



被投资人"占了便宜"时，他们的资金已到位，并迅速扩张，抢占地盘。

拉手虽然不是第一个上线的团购网站，但要做跑得最快的一个。吴波曾表示，在运营焦点房产网时，"跑得太慢"错过了好时机，因此，拉手上线初期就开始以惊人的速度扩张。2010 年 6 月初，上线不足 3 个月的拉手网即宣布以收购、开店、代理等方式在国内推出 100 个站点，成为开团最多的网站。目前拉手已进驻全国超过 500 个城市。

吴波说："俗一点说，我们想做团购网站中的海底捞，但我们还没有做到。"

2. 用户最多只能记住 5 家团购网

此前，拉手网 CEO 吴波说，用户最多能记住 5 家团购网，其他的应该转型。

吴波认为，很多小网站已难有出头机会，不如及时做企业转型或卖个好价，为自己赚得第一桶金，让今后的创业之路更从容些。

但是，即使对于拉手网这样的团购巨头，依然面对不少问题。今年 3 月，拉手网被央视曝光存在涉嫌欺骗消费者的问题，拉手网随即声明，已进行自查和处罚。而吴波则接受了董事会现金 10 万元的处罚。

在遭遇处罚后一个月，吴波表示，"团购现在的市场局面，就像 1999 ~ 2000 年门户竞争时一样。但随着卡位战的结束，成长率会逐渐拉大。"他说，在过去一年里，如何在用户头脑中抢占前三位置的事已经完成。

虽然拉手网上线不到两年时间就进行了 3 轮融资，但随着业务规模扩大，公司亏损幅度成倍上升，2010 年下半年，拉手网净亏损 4,912.9 万元人民币；2011 年上半年，净亏损 3.9 亿元人民币，接近于去年下半年的 8 倍。

虽然拉手网试图紧随 Groupon 上市，但是其 IPO 受阻，是否能够重启依然未知。对于现在的吴波来说，确实是个艰难的时刻。

此前，吴波在微博上曾表示，其实中国互联网创业，更需要这样的境界："你心里简单，就一切简单"。

但是有时候，事情确实不像心里想的那么简单。

北京时间 2011 年 10 月 29 日早间消息，团购网站拉手网周五向美国证券交易委员会提交了 IPO（首次公开招股）招股书，计划通过 IPO 融资 1 亿美元。

招股书显示，拉手网联合创始人、CEO 吴波在 IPO 前持有 128,411,100 股普通股，持股比例为 22.6%。拉手网联合创始人、董事 Xiaobo Jia 在 IPO 前持有 81,242,443 股普通股，持股比例为 13.1%；拉手网董事、风投公司 GSR Ventures 执行董事 Richard Lim 在 IPO 前持有 210,300,749 股普通股，持股比例为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38.9%；拉手网董事、中国私募投资公司 Milestone Capital 联合创始人 Liping Qiu 在 IPO 前持有 26,616,806 股普通股，持股比例为 4.9%；拉手网 CFO James Jian Zhang 在 IPO 前持有 27,363,174 股普通股，持股比例为 5.1%；拉手网董事和高管在 IPO 前共持有 475,053,245 股普通股，持股比例为 73.0%。

据 ChinaVenture 旗下数据产品 CVSource 统计显示，拉手网共获得 3 轮私募股权融资。

（1）**第一轮融资：**2010 年 6 月 7 日，拉手网累计获 500 万美元 A 轮融资，投资方包括泰山天使基金、欧洲团购网站 Daily Deal 创始人以及金沙江投资。其中金沙江创投领投，所融资金将用于日后推广。

（2）**第二轮融资：**2010 年 12 月 2 日，国内团购网站拉手网宣布获得第二轮风险投资，金额为 5,000 万美金。本轮投资方包括 Tenaya Venture、Norwest Venture Partners、金沙江创投和 Rebate Network。

（3）**第三轮融资：**2011 年 4 月 11 日，拉手网宣布完成 1.11 亿美元的 C 轮融资。本轮融资由 Milestone Capital（麦顿投资）牵头，Richemont（历峰集团）旗下的 Reinet Fund SCA FIS 和 Remgro Limited、金沙江创投旗下 GSR Ventures Ⅲ，L. P.、泰山投资（Taishan Invest AG）、Norwest Venture Partners 以及 Tenaya Capital 共同参与投资。其中，麦顿投资注资近 8,000 万美元，占总投资额的 2/3。此轮融资过后，拉手网的估值达 11 亿美元。

ChinaVenutre 北京 2011 年 11 月 9 日消息，团购网站拉手网向美国证券交易委员会（SEC）提交申请，将于 11 月 14 日在纳斯达克 IPO，股票代码为"LASO"。在此之前，拉手已经获得三轮私募股权融资。

拉手网提交的 SEC 文件显示，IPO 发行价区间已确定为 13 至 15 美元每股，累计发行 5,356,990 份 ADSs（每份 ADS 代表 36 股 B 级普通股）。按中间价 14 美元计算，拉手融资额可达 7,500 万美元。

据拉手网招股书显示，拉手网拟通过 IPO 发行 535.699 万股美国存托股份（ADS），每份 ADS 相当于 36 股 B 类普通股，此次发行拉手网总股本为 9.46 亿股普通股（A 类股票 1 亿股，B 类股票 8.46 亿股）。巴克莱资本、Jefferies 和中国国际金融香港证券有限公司为是次交易的主承销商。

据了解，拉手网此次 IPO 融资所得资金将会用于强化营销力度、扩大销售网点，兴建一处呼叫中心和一处运营中心等。如果上市顺利，拉手网将成为国内首家赴美上市的团购网站。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、各方观点汇集

（一）《品牌投资创业网》(2011年11月28日)：拉手网资金遇困待上市求解 转变求存受私募期待

时间仅隔一年半，团购网站已不复昔日的火暴。据统计数据显示，海内已有1,000余家团购网站倒闭，占团购网站总量的20%。逆势之中，拉手网一直期待上市，固然遇阻，但依然引来众多私募机构关注的目光。而在拉手网操持上市的同时，海内数家团购网站也在经营模式上纷纷做出转变，将目光聚焦在细分领域，其中餐饮领域则不再被团购网站所热衷。

1. 资金遇困待上市求解

对团购网站而言，“烧钱”成为众多团购网站的“通病”，或上市融资求解，或通过裁员等方式减少开支，总之，现金流紧张等题目亟待解决。数据显示，近日刚刚申请上市的拉手网截至今年上半年已净亏损高达约3.9亿元。

而悠兔团创始人吕宝贵则表示：“拉手网上市成功可能会引起一波团购网站海外上市的高潮；假如不成功，规模较大的团购网站可能还会继承采取裁员等方式来缩减本钱维持运营，对于前期烧钱比较严峻的团购网站，也有可能会倒掉一批。”

新金融记者留意到，在拉手网申请上市之前也曾进行三轮融资，共计金额约1.66亿美元。而拉手网近日申请上市拟融资1亿美元，其“烧钱”速度可见一斑。

北京一家团购网站的创始人亦以为：“团购网站的困境广泛存在于第一梯队中，为了上市圈钱而盲目扩张，职员扩充，广告用度投入过多，导致团购网站的现金流也日益紧张，而实际上的收益并没能达到预期的效果。”

恰是在此情况下，大批团购网站因亏损而倒闭，窝窝团及拉手网等大型团购网站则寄希望于上市融资获得继续发展的机会。

近日有动静称，团购网站的“开山祖师”Groupon上市进程进展顺利，同时拉手网也在加快上市步伐。但分析人士对二者的远景并不看好。

北京一位私募分析人士向新金融记者表示：“就Groupon本身而言，也在亏损，未来上市后的表现还需观望，同时海内团购网站的市场竞争激烈，拉手网所处市场环境及经营业绩也远不及Groupon，远景同样堪忧。”该人士以为，消费者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对团购网的新鲜感逐渐降低，需求可能也会有所下降，市场规模的增长瓶颈等题目日益凸显。

2. 转变求存受私募期待

团购网站在海内仅经过一年多的发展，这个行业仍显“年青”。拖欠商家款项、挪用货款做广告投入、大批用户投诉导致信誉降低等题目使众多团购网站的创始人“焦头烂额”。

恰是因此，团购网站的经营模式备受业内质疑。

在此情况下，市场人士则期待团购网站能够推陈出新，在贸易模式上有所立异。

事缓则圆。在悠兔团创始人吕宝贵看来，“稳步发展，踏实做事，积极立异”才是团购网站长久发展的“王牌”。

吕宝贵表示：“业内的质疑源于餐饮团购上，餐饮类的商家接待能力有限，一方面，用户难以预约，另一方面餐饮企业对团购客户存有差异化对待的现象。”因此有大量团购客户对餐饮企业及团购网站进行投诉。

同时，餐饮团购在团购网站的业务中已经处于收缩状态，团购网站将目光聚焦在细分领域中。而以目前团购网站的转变方式来看，关注细分领域在团购行业中是一个大趋势。这一点亦被分析人士以为是一种突破的思路。

通过长时间的工作总结，吕宝贵以为：“旅游在团购网站中的用户反馈最佳，主要是由于旅游区域的接待能力并不受限，价格方面也比市价便宜良多。因此，悠兔团将旅游及其相关业务作为未来发展的重点之一，在贸易模式上也会有所立异。”

事实上，众多团购网站也正在进军细分领域。上述北京私募人士表示：“目前市场上规模较大的几家团购网站的市场地位已经巩固，此时 PE/VC 进场的价格肯定不会低。团购网站的市场投资空间已经饱和，除非有新的贸易模式出来。”

（二）《时代周报》（2011 年 11 月 17 日）：资本退潮团购：拉手上市计划搁浅　企业要脚踏实地

原本定于 11 月 14 日挂牌交易的拉手网却传出取消 IPO 的消息，这使其成为全球第二家上市团购网站的时间点无限期延后。

自从美国资本市场“风云突变”以后，迅雷、盛大文学等中国互联网公司纷



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纷在 IPO 关口宣布推迟，只有土豆网是一个例外。拉手在这个时间点仍选择“流血”上市，被认为是现金流缺口太大，已经等不及，不得不上。而关于其取消 IPO 的原因有财务问题和竞争对手“恶意举报”等多种说法。

据了解，由于拉手要向美国证券交易委员会（SEC）澄清部分会计问题，目前已经暂停纳斯达克上市路演。

团购作为一个飞速增长的新兴市场，不管是互联网巨头，还是普通创业者，都“蜂拥而入”，上演了“千团大战”的好戏。但目前这个极其“浮躁”的市场备受外界质疑，毛利润极低、疯狂烧钱、广告恶战、浮夸成风、各种不正当竞争……

随着资本的逐渐退却，团购行业必将“血流成河”。做好用户体验、顾及商家利益、进行本土化创新，或许能找到破解团购困局的答案。

1. 拉手上市计划“搁浅”

“拉手网取消 IPO？华尔街投行说‘拉手不 IPO 了’！”11 月 10 日，高原资本创业投资董事总经理涂鸿川这则微博引发了众多关注。

接着，路透社旗下 IFRAsia 报道，拉手网暂停 IPO 路演，原因是需要向美国证券交易委员会澄清部分会计问题。

对此，拉手网公关总监杰雯回复本报记者称“不予回应”，而拉手网 CEO 吴波的电话一直无人接听。

处于缄默期的拉手不能对外界释放消息，导致对其取消 IPO 的原因众说纷纭。

有来自投行人士的消息称，拉手确实已经暂停 IPO 路演，原因是美国证券交易委员会及投资方收到一封举报邮件，受此影响，拉手网需要澄清部分会计问题。该人士透露，这封举报邮件具有“恶意性质”，可能是国内一些团购竞争对手“故意为之”。

除此之外，拉手至今未获得“拉手”和“拉手团购”的商标；巨额亏损，累计亏损达 4.74 亿元；央视曝光的篡改后台数据、“虚报经营资质”、“虚标购买人数”；公司 CFO 张检曾担任被摘牌后遭遇集体诉讼的在美上市公司多元印刷的审计委员会主席和独立董事。这些都有可能成为拉手成功上市的“拦路虎”。

“360 上市前也招致很多举报，但还是成功上市了，上市不成功的关键还是招股书报表里面有问题。”国内一家团购网站高层反驳称。

而在涂鸿川看来，团购、电商公司上市遇阻，VC 和 PE 也是有责任的。“一些资本不只是投钱，也让公司去大肆烧钱推广，没有把注意力放在寻求差异化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展、优化用户体验等方面。”他对时代周报记者表示，市场已经给出明确信息，做企业必须脚踏实地。

有消息人士透露，拉手一旦澄清会计问题，将会重启路演及 IPO。

“拉手不需要太着急，上市的可能性还是有的。应该做好充裕的准备，找到适合的基金投资人，再选择最好时机上市。”涂鸿川说。

据了解，拉手网提交的 SEC 文件显示，拉手网计划公开发行约 536 万股（ADS），1ADS = 36 股普通股，发行价区间 13 ~ 15 美元。若按发行区间中间价 14 美元计算，拉手融资额为 7,500 万美元，少于此前预计的 1 亿美元。依此计算，拉手网的估值仅为 3.68 亿美元（最高估值约为 3.9 亿美元）。

而在今年 4 月，拉手完成的 C 轮融资就达到 1.11 亿美元，当时 VC 对其估值为 11 亿美元。这意味着拉手网的价值在半年内蒸发了 7 亿美元。

在美国资本市场环境“恶化”的时候，拉手为何仍选择“流血”上市？

据其招股书显示，拉手网目前仍处于严重亏损状态，在截至 2010 年 12 月 31 日的这一年中，净亏损为 5,350 万元人民币（约合 830 万美元）。相当于拉手网每天烧掉 246 万，挣回 28.7 万。

另外，拉手的流动资产仅 1.2812 亿美元。如果保持上半年的亏损速度，拉手网现金流将不足维持一年的运营时间。

“目前之所以多家团购网要上市，是因为如不最后冲一把又无法拿到融资，资金链会突然断裂。”糯米网总经理沈博阳称。

2. 失落的“团购”

有风险投资界的人士认为，拉手网此刻如果上市成功，能够极大地缓解投资人带来的压力，同时还能为其他对手的融资及上市设置足够的门槛。

而创新工场 CEO 李开复却认为，拉手如果不能解决目前存在的问题，即便成功 IPO 也很难改善目前团购企业的生存状况，因为“钱还是会烧完的”。

“整个团购市场都在盯着拉手的上市进程，如果成功会对整个行业有激励作用，对于正在寻求融资的人来说也是有好处的。而如果因为竞争对手举报而失败，意味着后面的公司会受到更严厉的审核。另外，没有‘储粮过冬’的团购网站的生存状况会更糟糕。”陈寿送分析称。

在团购鼻祖 Groupon 已经成功上市的情况下，中国的团购网站却没能冲刺成功，这也让众多国内团购网站大佬“欷歔不已”。

“Groupon 上市意味着团购这一模式是可以成功的，在短短 3 年内，Groupon



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从0做到120亿美元是非常成功的。Ebay开启了C2C的时代，Amazon开启了B2C的时代，Groupon上市开启的是O2O的时代。”美团网CEO王兴显得异常兴奋。

“拉手若能成功上市，对于国内团购行业当然是一个积极的信号。若不能，也并不会对行业信心造成打击，因为上市本身只是一种融资手段，一个企业上市失败的话，跟企业本身情况比较相关。”王兴对时代周报记者表示，“目前美团网月销售额已突破1.5亿，并保持每月20%的稳健增长速度。我们有足够信心相信，团购行业的前途是无限光明的。”

而满座网CEO冯晓海也对本报记者表示，拉手上市成功与否对于满座一点影响都没有。“Groupon上市的前前后后已经证明了团购的价值，中国的本地服务互联网化还处在发展初期，有太多的基础建设需要我们去做。”他说。

但是给这些团购网站成长的时间有多长呢？一个显而易见的问题是，资本已经开始从团购行业退却。

团购导航网站团800的分析报告指出，由于资本市场进入寒冬，风投机构追捧热潮退却，网络团购企业融资瓶颈凸显。其中，第三季度以来，一线大站中仅有美团网和24券先后宣布完成B轮融资，F团宣布完成C轮6,000万美元的融资。

“我们的投资策略比较讲究资本的有效利用，所投公司上市时的最好状态是不止有很大的市场份额，并且产品线丰富、用户体验好，财务方面收入、利润和现金流也情况良好。我们不太倾向于利润非常薄弱的模式。”涂鸿川对本报记者阐述了自己的投资之道。

3. 如何走出困局

毫无疑问，团购行业的冬天已经来临。

有人甚至认为，“乱象丛生”团购行业是21世纪头十年最大的泡沫，并不能成为一个独立的业态。

“目前对于团购行业来说，最大的难题在于资本市场变冷的趋势，直接导致企业面临的形势可能会严峻很多，包括市场营销成本、人员成本正快速上升。”王兴说，一个不能回避的事实是，市场费用仍在不断上涨，现在看起来没有任何减缓的迹象。加之团购毛利本身就低，这对企业经营发展提出了更高挑战，在这方面形势已大不如前。

团购导航网站团800发布的《2011年第三季度中国团购消费观察报告》显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示，目前已有 754 家团购网站无法打开或者转型，其中超过一个月没有更新的网站达 9%，另有 5% 的网站以改版、内部调整等理由关闭了团购业务。

王兴认为，严峻的外部形势要求团购网站必须注重成本控制及精细化运作，依靠一套有效的数据驱动进行公司运营，将精力集中在扎扎实实做好服务、练好内功上，而不是专注在持续大规模烧钱砸广告、疯狂圈地扩张等一系列浮躁的市场活动上。

几家业内领先的团购网站已经"变招"，欲破解团购困局。

据拉手网内部员工披露，拉手网此前向多个分站传达消息，宣布拉手网准备将团购运营模式进行重大调整，将原有团购页面改成类似于淘宝商城或京东商城的"拉手商城"，并计划与商家签订长期合作合同，向合作商家每半年收取 1,980 元的运营费用。

而在 10 月上旬，窝窝团推出"55 生活商城"，定位于一站式团购开放平台，类似于淘宝商城性质的生活服务平台，吸引各地生活服务商家入驻，提供适当优惠的商品折扣，该平台未来将陆续对商家及创业者实施全面开放，甚至还考虑对团购同行开放。

"团购归根到底是用技术做服务业，美团网将在技术和服务方面继续夯实内功。"王兴表示，美团网目前尚无上市计划表，但目前资金储备充足，账上资金超过 4 亿元。"美团网将于明年第四季度实现赢利。"他透露。

（三）《中新网》（2011 年 11 月 15 日）：拉手网未能如期上市中国团购行业雪上加霜

很多人都把拉手网申请 IPO 当成是拯救团购行业的一个信号，然而，原计划 14 号上市的拉手网最终未能如期上市，这对中国团购行业或将产生重大影响，使本来就资金压力很大的团购网站雪上加霜。团购行业未来的走向也更像是一道谜题。

据了解，拉手网在美国团购网站 Groupon 成功登陆纳斯达克市场之后，向美国证券交易委员会（SEC）提交了 IPO 申请文件，然而，Groupon 成功上市的春风，并没有给拉手网带来好运。

有分析认为，拉手网未能如期上市的主要原因是因为财务问题，拉手网上半年亏损达到了 3.91 亿元，为同期净收入的 6.8 倍，以这样的速度拉手网现金流甚至撑不了一年，此外由于拉手网确实曾经被曝光出多起数据造假，需要澄



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



清某些会计方面的争议。业内人士也透露，之前拉手网和高盛、美林两家投行均有“深度接触”，但上述两家投行因为不能保证发行成功而放弃承销。

另外资本市场不景气也是拉手网目前折戟 IPO 的原因之一。目前，中国概念股的寒流并没有过去，今年第三季度只有土豆网一家企业在美 IPO。前不久，迅雷和盛大文学也因市道不好双双取消了赴纳斯达克上市的计划。

1. 财务问题困扰多家团购企业

受到财务问题困扰的不仅只有拉手网一家，事实上，前十大团购网站全部处于亏损状态。

不久前，刚刚进行完裁员的团购网站 24 券，做出了一个决定，扣发员工部分工资，并将相关补助将以 24 券网站储值现金形式发放，24 券方面称，此举是为了缓解商户结算带来的资金压力。与之相对应的是微博中，一些商家要求 24 券归还欠款，呼吁其他商家一起讨债的留言。

就连早先与人人网一同上市的糯米网也没能摆脱亏损的命运，据人人网最新财报显示，糯米网第三季营收 170 万美元，亏损 654.1 万美元。甚至有消息说人人网准备剥离糯米团。

大团购网的日子不好过，中小型网站就更是举步维艰了。据《全国团购网站普查数据公报》显示，截至 2011 年 10 月底，全国范围内已有 1,483 家团购网站在激烈的竞争中关闭、退出团购市场，其中，仅 10 月关闭的团购网站数量就高达 456 家，环比增加 8.8%。

2. 重视投资方　不关注消费者利益

有分析认为，造成团购行业今天这种局面，很大一部分原因是作为团购企业，一心只是想上市圈钱，砸钱、广告、邀请，团购网站之间的激烈拼抢甚至导致广告渠道价格剧烈上扬。而这些都只是为了引起投资人的注意，却忽略了消费者的利益。

在团购领域，不开发票已经成了潜规则。一些企业表示，团购网站只是一个平台，不提供具体的商品或服务交易，因此不负责开具发票，开发票的事宜需要消费者与具体组织团购的商家联系。如果商家不提供发票，网站可以帮助协调，但不能够保证成功。

团购售假，欺骗消费者的事件也屡有发生，最近高朋朋网就爆出了卖假天梭手表的丑闻。消费者买自高朋网的手表，经天梭检验表明为假货。高朋网也不得不承认所售天梭表确为假货，并表示，买到假表的消费者除退款外，可获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

200元补偿。有评论说，高朋售假事件就是震动了一下翅膀的蝴蝶，团购趋势一旦开始朝一个方向变化，将没有力量能够扭转。

(四)《中国网》(2011年11月1日)：拉手网半年亏3.9亿中国版Groupon上市路蒙阴影

中国网11月1日讯 10月28日晚，中国团购网站"拉手网"正式申请在纳斯达克上市，拟融资1亿美元。据外媒报道，该公司将于近几日开始上市推介，并初步于11月中旬开始聆讯。

1亿美元融资金额不算大，但拉手网令人瞠目的"烧钱"速度，以及美国Groupon的前车之鉴，拉手网上市很快引发普遍关注。

拉手网的招股说明书显示，截至2010年12月31日，拉手网在过去一年净亏损为5,350万元。截至2011年6月30日的前6个月，净亏损为3.91亿元。拉手网成立近两年以来，已经累计亏损4.74亿元。这或创造了中国互联网行业的烧钱速度之最。以今年上半年的数据计算，意味着拉手网每获得1元的营收，需要以约6.8元的亏损为代价。

与迅雷、盛大文学相比，拉手网的上市环境已经回暖。过去一周，欧洲债务危机缓解。然而，就其个体命运来言，眼前的多重危机仍然威胁着其上市进程。

作为拉手网效仿模板的美国Groupon本身就受到质疑，其到目前仍未实现赢利，业务增长速度也放缓，上市亦经历一波三折，尽管最终得以敲定于11月4日上市，却以融资规模缩水近半为代价。"Groupon在资本市场的表现，将直接影响着中国团购网站能否得到投资者的关注和认可。"业内人士评论称。

Groupon的幸运在于，其在美国只有唯一一个真正的竞争对手LivingSocial。而在中国，大众点评网、拉手网、满座网、美团网(微博)、糯米网(微博)和窝窝团等几大团购网站的9月成交额相距不远，都达到1亿元以上。其中，窝窝团最高达到1.65亿元，大众点评网最低也达到1.02亿元。在这种情况下，拉手网需要不断投入重金展开大规模营销，拉开与中小团购网站的差距。

在美国，团购网站与商家主要按照4:6的比例分成；而在中国，团购网站与商家的分成比例主要是1:9。拉手网跟Groupon相比，收入和利润大打折扣。

目前看来，拉手网的实力难以一家独大，也不足以改变行业竞争规则。如果要继续生存，拉手网需要更多资金的支持和补充。此前，拉手网分别在2010年6月、2010年12月和2011年4月进行3轮融资，金额分别为500万美元、



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



5,000万美元和1.11亿美元资。有业内人士称，“按照团购网站如此烧钱速度，其在私募市场继续融资的难度已经增大。IPO自然成了拉手网的募资渠道。”

（五）《创业邦》（2011年8月17日）：拉手的野蛮生长历程谁将成为Groupon最成功复制者？

谁将成为GroupOn在中国最成功的复制者？这是一个仍没有答案的问题。但毫无疑问，作为过去一年多中国互联网风头最劲的团购玩家之一，拉手网试图扮演这个角色。

席卷而来的团购热潮中，拉手网用铺天盖地的炫色广告和“葛大爷”的代言形象不断冲击人们的眼球。更不可思议的是，成立仅一年，拉手网就累计获得1.6亿美元融资，成为国内融资最多、融资速度最快的团购网站。

与其融资速度相匹配的，是拉手网的扩张步伐。该网站于2010年3月18日在北京上线，比王兴创立的美团网晚了两周，但上线后的拉手网展示出超乎同行的扩张速度。截至目前，拉手直营的城市超过170座，员工人数5000多人。团购导航网站团800最近发布的数据显示，拉手网6月份在40个主要城市的销售额突破1亿元，位居国内团购网站第一。

但拉手的野蛮生长历程伴随着不断出现的争议。早在去年底，才运营了数月的拉手网就宣布已获得近6,000万美元投资，但同时其“估值超过10亿美元”“营收可超凡客”“两年内上市”等豪言引发业内的普遍质疑。

随后，从消费者对拉手提供的商家服务的不满和抱怨，到销售人员与商家串通欺骗公司的丑闻，再到员工离职风波，“扩张病”的各种管理失衡的症状集中在拉手网身上表现出来。而今年3·15期间，拉手网被爆出审核商家资质不严、虚标团购数据、推广差评商家等丑闻，这家疯狂扩张的团购网站遭遇成立以来的最大风暴。

自此以后，原本速度至上的拉手网不得不重新审视公司的管理，对订单的审核更为严苛，同时引进专门的管理人员协助改善公司的制度和流程，并同时引进了一批管理人才，帮助公司建立规范的管理制度，其中包括曾任职百安居和永乐电器的CFO张俭、曾任创新工场技术总监的首席科学家熊宇红以及新到任的人力资源部负责人，并效仿阿里巴巴设立政委体系管理团队。“3·15事件之后，吴波给审核部门的压力很大，宁愿少一点不能出事，有些销售跑了很多单，每十单能够上两单就不错了。”一位拉手网离职员工证实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被诟病的虚报销售数据问题，在拉手网自我整顿之后也得以改善。业内从事团购网站数据挖掘人士表示："拉手的数据很合理，通过技术去除杂质之后相差不大。"公司内部人士也承认，现在也仍有销售部门找到技术部门央求帮忙修改显示数据——但拥有修改数据权限的网站基本都置之不理。

然而，拉手网仍未能替行业回答最大的疑问。正常情况下，团购的低折扣几乎不能保证商家的正常利润，GroupOn 的模式基本是将团购网站作为市场推广渠道，但现在这种团购模式已在中国发生异化，越来越多商家热衷于将包括拉手在内的团购网站变为电子商务销售渠道，由此而生的低价低质问题正成为许多消费者诟病团购的主要原因。

吴波外表谦和，但在拉手网的扩张战略上，他表现出截然相反的激进和野心。短短一年多时间里，拉手网快速进入国内 170 多座城市，公司员工人数也已达到5,000多人，平均每三天就会有一座新的城市开通拉手的本地团购服务，平均每天新入职的员工超过 10 人。这是中国互联网公司前所未有的膨胀速度。

拉手网的疯狂扩张逻辑源于吴波过去的创业教训。早在 1999 年第一次互联网泡沫时期，吴波就曾创办房地产资讯网站焦点网，但令其耿耿于怀的是，焦点网当时发展速度太慢，不久后网络泡沫即破灭，错失了迅速做大上市的时机，2003 年焦点网以 1,600 万美元出售给搜狐。当吴波在团购领域再次创业时，他将速度和执行力置于首要位置，这同样体现在资本市场大好时，他比其他同行更快地进行大手笔融资。

团购模式刚刚进入人们视线时，被视为创业门槛不高、离现金流最近的完美模式。但很快，这一模式的异地扩张难题就凸显出来——将一座城市的成功经验复制到更多城市，并对线下人员和订单进行有效的异地管理，这并非技术导向的互联网行业所擅长。

相对而言，拉手网的创业团队具备一定线下拓展经验。吴波的团队中包括不少在焦点网时就跟随他的老部下，焦点网作为房地产资讯网站，也需要管理分散在各大城市的线下人员，这些拥有线下经验的旧部也成为拉手网早期创立和进行城市扩张的骨干。但即使如此，对于拉手这家成立不过一年多的公司，要管理好迅速组建的分散在上百座城市的数千人团队，仍然困难极大，几乎是不可能完成的任务。

正因为如此，随着拉手网的持续扩张，其底层团队跳槽的传闻亦不绝于耳。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尽管吴波等高层团队不断宣扬团购的美好前景——吃喝玩乐等生活服务。在中国每年至少4,000亿的市场,团购只要做到其中1%,就有很大的空间,但基层工作人员却心态浮躁。“这个行业谁也说不准以后会怎么样,反正只要公司给我们工资,我们就继续做着呗,公司倒了,就换工作。”拉手网一位华东地区的员工说。

有业内人士向本刊指出,团购行业大肆扩张的后果之一是人员素质良莠不齐,且缺乏忠诚度。为了实现业绩,销售人员通常需要不断开发新客户,但当销售团队过于饱和,扫街式销售出现瓶颈,或者公司销售政策发生变化的时候,这些因素会促使很多销售员选择跳槽到另一家网站,再重复利用手头的客户资源。拉手网等团购网站之所以会频繁出现地方团队大规模离职的情况,正是源于这种浮躁心态。

高速扩张和心态浮躁的另一个危害,是缺乏对商户质量的有效控制。熟悉拉手网的知情者透露,无论是销售还是运营人员,对于上单的判断一开始并无固定的标准,即使总部原则上要求严格,实际操作中也难以完全把控。由于行业争抢商家的竞争十分激烈,这些一线人员有时候为了业绩,不得不让位于谈判的细节。今年3·15期间,拉手网被央视曝光存在审核商家资质不严、虚标团购人数的问题,沉重打击了其声誉。

拉手网的激进同样体现在广告投入上。为了吸引用户、树立品牌,除了常用的广告、导航、抽奖等线上营销手段,拉手网还不惜重金砸向线下广告。去年年底,拉手网率先在北京、上海等大城市投放地铁广告,拉开了团购市场线下广告大战的序幕。继而炫色的“拉手”广告在各个城市的地铁、公交站、电视台播出,甚至在有些城市偏远地带的公交车站,一度也能看到拉手的广告。

在其他团购网站开始跟进线下广告后,拉手又打起了明星代言牌,并最终选定了与团购定位贴合、形象亲民的葛优,拉手网花了四个月说服从不代言互联网公司的葛优成为公司的代言人,代价亦不菲,据称高达千万人民币,加上广告投放成本,其一年广告支出可能过亿。

广告效应迅速显现。从去年11月、12月起,拉手的百度指数的用户关注度呈明显上升趋势,直至春节期间回落;而在葛优广告推出的今年5月份,拉手指数再度大幅上升,超出去年年底两倍以上。

但拉手巨额广告投入的回报率仍然成疑。拉手网内部员工对本刊表示,虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然美团没有砸钱用于线下营销,但在主要的团购热门城市,美团与拉手之间的差距并不明显,一些城市里双方互有胜负。只不过,拉手网覆盖面更广,加上三四线城市,线下广告攻势塑造的规模优势才能体现出来。

如果拉手网1.6亿美元的融资属实,巨额运营成本和广告支出短期内还不至于影响其资金链,反而有助于其抢占市场领先位置。在拉手之前,前期烧钱圈地的策略已在视频和电子商务领域被验证。但值得注意的是,依靠持续扩张提高销售收入抬高公司估值的方法并不能长期维系,一旦遭遇突然的市场寒流,后果必然是大幅裁员和业务收缩,甚至崩盘。

事实上,拉手网早期快速建立起来的领先地位也并非牢不可破。其竞争对手美团、大众点评网最近都完成了巨额融资,更令人头疼的是,以善于炒作的窝窝团。去年10月,分众无线前CEO徐茂栋收购窝窝团,并在各地收购数十家中小团购网站,目前本地团购覆盖城市仅次于拉手网,并不断从拉手、美团等网站大面积挖角,将矛头直接对准包括拉手网在内的领先团购网站。徐茂栋同样擅长于线下团队的管理,徐创办的齐鲁超市曾经是山东省最大的连锁超市之一,而CFO吴明东曾任分众传媒CFO,成功操盘分众2005年在纳斯达克的上市,深谙财务经营和资本运作。

(六)《创业邦》(2011年9月18日)投行已经全部撤出并不再接手

桔子酒店市场总监陈中称,其投行朋友透露,几家国际投行原本要给国内团购网站拉手网做IPO筹备事宜,但目前均已全部退出。

BiaNews了解到,承接拉手网IPO事宜的都是国际大投行,于近期退出,并且不再接手。

今年3月份,投行人士披露,拉手网已经开始与投行接触,探讨在海外上市的可能性,预计顺利的话,其将于年底前IPO。消息称,拉手网本来计划在今年下半年完成私募融资,国内团购市场竞争激烈,融资额度也都比较大,因此,拉手网才考虑通过IPO的方式融资,以期尽快扩张,拓展中国市场。

拉手网目前已完成三轮融资,2010年4月获得泰山天使投资、嘉丰资本和Daily Deal的天使投资;2010年6月和2010年12月又分别获得500万美金和5,000万美金A、B轮融资;2011年4月,完成1.11亿美元的C轮融资。拉手称,C轮融资过后,投资基金为拉手估值11亿美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值得注意的是，拉手网 CEO 吴波近半年来一直低调，很少出席活动，就算在互联网大会上高调亮相也对 IPO 一事闭口不谈。

在国际市场，团购鼻祖 Groupon 在今年 6 月递交 IPO 申请，原计划在 9 月 5 日之后上市，并在 9 月中旬确定 IPO 价格。而 Groupon 又推迟了原计划下周进行的 IPO 路演，因市场波动将重新考虑上市计划。

这对国内团购网站来说不是个好消息，除资本环境不好外，资本市场或对团购模式也存在质疑。

（七）《创业邦》（2012 年 1 月 10 日）：拉手网扩展团购外延深耕 O2O 是出路。

谈及一线独立团购网站在未来市场如何生存？易观国际电子商务分析师陈寿送表示，存活的前提在于拓宽现有的商业模式和赢利模式。“不客气地说，目前绝大多数团购网站对于商户营销、用户消费需求的匹配能力并不完善，还需要深入挖掘。一旦在模式上有所突破，由此打开的 O2O 将会成为下一个蓝海。”

作为国内最大的团购网站，拉手网算是 O2O 模式开拓和深入的领军电商。在 2011 年下半年，拉手网在业务层面一路马力充沛，接连上线拉手 + 、拉手惠、团房频道、出境游、点评返利等多项新业务，也因此被网友戏评为“最淡定”和“不差钱”的企业。

“O2O 是团购未来发展的必然趋势，其关键点在于用户转换率，团购眼下最重要的任务是如何使‘2’的效应扩大化，”拉手网创始人兼 CEO 吴波一语道破 O2O 模式的突破口。

以拉手网新上线的“拉手惠”为例，这是基于团购平台商户资源的电子优惠券业务，不仅加强了用户黏性，还化解了团购“一竿子买卖”的弊端，令合作“长线化”。另外，拉手网与奇瑞汽车、金汉斯等知名企业的合作，成功将线上用户引流至线下消费，大大提高了转换率。

团购一年多来的发展不但改变了许多商户的营销模式，更培养了消费者对这类折扣优惠的敏感度和使用习惯，可以说，团购是 O2O 业务的起点，这片蓝海孕育无线生机。据悉，拉手网 12 月销售额已经突破 3 亿元，牢牢占据市场第一的位置。业内人士认为，拉手网在团购产业链上的深度挖掘和延伸，是其在多维度获得领先的关键。

派代网资讯经理、媒介经理李成东说，任何竞争都不是单一优势的打拼，尤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其是领先的团购企业不能有太明显的短板。无论是资金储备、优秀的团队，还是优质的商家、良好的用户服务，都缺一不可。如果问还需要拼什么？那就是拼创新、拼耐心和耐力了。

伴随2012年的到来，团购将步入一个更新、更高的发展阶段。以拉手网为代表的团购企业将在用户服务、业务模式以及赢利渠道上进行全新的探索与尝试。

本书点评

“潜力巨大的中国团购市场，因为拥有非常健康的商业模式，延伸出了特有的中国模式，所以吸引了众多国际国内知名投资机构的关注。”此次拉手网融资的成功，对于未来拉手网的迅速发展以及团购行业的健康发展，有着非常积极的意义。麦顿投资和历峰集团旗下的投资者表示，“团购商业模式融合了电子商务及零售行业的双重特点，在中国及世界范围内都拥有极大的爆发力。”

然而，对团购网站而言，“烧钱”成为众多团购网站的“通病”，或上市融资求解，或通过裁员等方式减少开支。2011年一整年，团购行业“入冬”之说似乎是主流，然而在这一片哀鸿之中也有不同声音，不少业内人士认为，虽然当前国内团购行业正面临挑战，但资本的“冬天”并不意味着行业就此“入冬”，这种行业的正常洗牌，恰恰是“春天”就要来了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七十四章　联想投资注入资金3000多万美元投向立华畜禽

一、案情介绍

（一）公司简介

常州市立华畜禽有限公司是一家集科研、生产、贸易于一身，以优质草鸡养殖为主导产业的一体化农业企业，是江苏省农业产业化经营重点龙头企业、国家级农业标准化示范区。公司总资产近10亿多元，下设13家全资子公司，其中一体化养鸡公司8家，分别位于江苏、安徽、浙江、山东、广东等地。现有员工2000多名，其中具有大专文化以上技术人员500多人，博士3名、硕士32名。2010年实现销售收入18亿元。

董事长兼总经理、动物营养学硕士程立力先生是中国十大杰出青年农民，受到国家主席胡锦涛同志的亲切接见。

公司自主培育的当代草鸡优良品种“雪山鸡”，2004年通过省级畜禽新品种审定，是农业部认证的“无公害农产品”“江苏名牌产品”，“雪山”商标是江苏省“著名商标”，产品畅销全国各地。2009年8月，又通过了国家畜禽遗传资源委员会的品种审定，正式成为国家畜禽新品种（配套系）的一员。

公司自创建以来，始终坚持“诚信、合作、创新、规范”的经营理念，倡导“精诚合作，共同富裕”的企业精神，大力推行“龙头企业+合作社+农户”的发展模式，在带动广大农民致富的同时，不断壮大自身实力，目前已拥有规模化合作农户3500余家。

公司计划在五年内将企业打造成为一个涵盖家禽育种、孵化、生态养殖、饲料加工、肉食品加工、生物有机肥制造等多业并举，年销售额突破60亿元的现代农业企业集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）公司大事记

1991 年 9 月，程立力总经理从华南农业大学动物营养学专业研究生毕业，回到家乡江苏武进创办个体养殖场，开始养鸡事业。

1997 年 2 月，程立力总经理和现在的公司副总李发君、魏凤鸣等人合资创办了武进市立华畜禽有限公司（因常州市行政区划调整，2004 年更名为常州市立华畜禽有限公司）。

1998 年 10 月，公司总经理程立力先生被评为“中国十大杰出青年农民”，受到胡锦涛同志的亲切接见。

1999 年，公司独立自主培育出优质肉鸡新品种——“雪山草鸡”，并投放市场，取得成功。

2000 年 7 月，公司推行“公司＋农户”合作经营模式，扩大了生产规模，公司进入发展快车道。

2001 年，公司荣获“常州市农业产业化十强龙头企业”“武进市先进私营企业”称号。

2001 年 8 月，公司投资组建了常州市立华生物肥料有限公司，其主要业务是：把鸡粪加工成有机肥并销售。

2002 年 5 月，“雪山鸡”通过农业部无公害农产品认证，产地通过江苏省农林厅无公害产地认证。

2002 年 8 月，“雪山”牌商标通过国家商标总局的注册。

2002 年 12 月，常州市立华养鸡专业合作社成立。

2003 年 4 月，公司投资组建合肥立华畜禽有限公司，在安徽合肥地区开展禽业产业一体化经营。

2003 年 6 月，江苏省农林厅厅长刘立仁等领导来公司视察。

2003 年 6 月，公司被江苏省人民政府确定为“江苏省省级农业产业化龙头企业”。

2003 年 8 月，江苏省副省长黄莉新一行来公司视察。

2004 年 3 月，公司总部整体迁址至新的办公地点——武进区牛塘镇卢西村。

2004 年 6 月，常州市优质鸡工程技术研究中心成立，“雪山鸡”繁育中心揭牌。

2004 年 9 月，“雪山草鸡”（配套系）通过了江苏省省级品种（配套系）审定。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2004 年 12 月，"雪山草鸡"获"江苏名牌产品"称号。

2005 年 5 月，投资成立了徐州市立华畜禽有限公司，在江苏徐州地区开展禽业产业一体化经营。同年，投资入股扬州优邦生物制药有限公司，产业向制药行业进一步延伸。

2005 年 8 月，公司整体通过 ISO9001 - 2000 认证。

2005 年 9 月，投资成立常州市四季鹅业有限公司(现更名为常州市四季禽业有限公司)，在常州市金坛地区进行种鹅、种鸭育种研究和产业化经营探索。

2005 年 9 月，常州市立华养鸡专业合作社荣获"江苏省优秀'四有'农民专业合作组织"称号。

2006 年 5 月，常州市立华畜禽有限公司荣获"江苏省优秀龙头企业"称号。

2006 年 10 月，公司转变"雪山鸡"销售模式，即统一上平台销售。

2006 年 3 月，成立常州市立华畜禽有限公司工会。

2006 年 12 月，常州市立华畜禽有限公司的"雪山鸡"养殖通过国家级农业标准化示范区的验收。

2007 年 4 月，成立常州市立华畜禽有限公司党支部。

2007 年 5 月，中共江苏省委书记李源潮视察公司。

2007 年 10 月，"雪山鸡"荣获"江苏省名牌农产品"称号。

2007 年 12 月，"雪山"牌商标荣获"江苏省著名商标"称号。

2007 年 12 月，"雪山" 牌商标荣获上海市"十大优质畅销品牌"荣誉称号。

2008 年 2 月，投资成立了嘉兴市立华畜禽有限公司，在浙江嘉兴地区开展禽业产业化一体化经营，目前还处于建设阶段。

2008 年初，投资兴建武进孵化中心和金坛饲料厂。

2008 年 4 月 30 日，武进销售平台创单日销售历史纪录，即单日销售 14.26 万只鸡。

2008 年 5 月，引进冰鲜鸡屠宰加工生产线。

2008 年 6 月，"雪山"牌鸡蛋通过农业部农产品无公害认证，产地通过江苏省农林厅无公害产地认证。

2008 年 12 月，江苏省黄羽肉鸡高效规模化产业体系建立与应用项目，获江苏省农业技术推广奖一等奖。

2009 年 1 月，投资新建常州市立华生物肥料有限公司新厂址。

2009 年 5 月，投资成立了泰安市立华畜禽有限公司，开始了在山东泰安地区开展禽业产业化一体化经营的步伐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年 6 月，投资成立了阜阳市立华畜禽有限公司，目前正处于建设阶段。

2009 年 7 月，"雪山鸡"通过国家级新品种（配套系）审定，正式成为国家畜禽新品种中的一员。

2011 年 7 月，联想投资注入资金 3,000 多万美元投向立华畜禽。

2011 年 7 月 18 日，联想投资与立华畜禽签约，联想投资将注入资金 3,000 多万美元。成立于 1997 年的常州市立华畜禽有限公司，在"硕士鸡倌"陈立力的带领下，已成长为江苏省第一大肉禽养殖企业、全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，业务范围覆盖优良雪山鸡培育销售、屠宰冰鲜、深加工熟食制品等领域。立华畜禽建立了"两所两站一中心"研发平台，掌握先进的育种全套技术，在江苏、浙江、安徽、山东、广东、河南等省拥有 13 家全资子公司。去年上市肉鸡 1.02 亿只，实现销售收入 18 亿元，合作农户 3,500 多户，合作农户养殖收益 2.1 亿元。

常州立华牵手联想投资，是国内最大的非上市农业企业与资本市场的联姻。起关键作用的，是立华公司的核心技术、经营模式和核心团队。根据协议，联想投资将注入资金 3,000 多万美元，九州投资也将注入资金近 1 亿元人民币，为立华公司在养殖行业尽早布局，朝着多元产业发展注入强劲动力，同时进一步规范公司运作和管理，为上市做好准备。据透露，立华公司即将启动鹅和猪的产业化生产项目，计划到 2015 年新建养鸡、养鹅、养猪一体化公司 8～10 家，力争年销售收入突破 60 亿元。

二、各方观点

（一）《投资潮》（2011 年 7 月 12 日）：立华畜禽获得联想投资与九州投资共计 4000 多万美元投资

2011 年 7 月 12 日上午，常州市立华畜禽有限公司与联想投资有限公司战略合作签约仪式在区行政中心举行。联想控股常务副总裁、联想投资总裁朱立南等人出席签约仪式。

联想投资将注入资金 3,000 多万美元，九州投资将注入资金近 1 亿元人民币，为立华公司在养殖行业尽早布局，朝着多元产业发展注入强劲动力。同时，联想投资的进入，也将使得立华公司的规范化运作和管理得到进一步提升，成为全国农业领军企业，为上市做好准备。

成立于 1997 年的常州市立华畜禽有限公司是江苏省第一大肉禽养殖企



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业，全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，全国水禽二十强企业。业务范围覆盖优良雪山鸡培育销售、屠宰冰鲜、深加工熟食制品等领域；在苏、浙、皖、鲁、粤、豫等省拥有13家全资子公司，合作农户3,000多户，2010年实现销售收入17.8亿元。目前，公司已启动鹅和猪的产业化生产项目，计划到2015年，新建养鸡、养鹅、养猪一体化公司8-10家，力争全公司年总销售收入突破60亿元。

(二)《新华日报》(2011年8月14日)：联想投资3000万美元注资立华畜禽

1. 风投为何愿当“麦田守望者”

联想投资以往关注领域主要在服务外包、医疗健康、现代制造业等，投资现代农业还是首次。对此，李家庆分析说，最近农业投资的加速，一方面，是基于国家近年来对现代农业的日益重视，政策放开，打破了许多农业企业的发展瓶颈；另一方面，则是由于近几年下游市场、尤其是中高端市场逐渐启动，随着人们对食品安全问题日益重视，对中高端农产品的需求呈现高增长态势，良好的市场前景对资本有着巨大吸引力。

越来越多的投资机构向农业抛出“橄榄枝”，成为风投界的一道风景线。在网易丁磊投资养猪成为圈里圈外的话题后，更多的风投向农业板块“示好”。数据显示，包括茶叶、花卉、蔬菜、鸡蛋、育种、疫苗、水产养殖、肉食品加工、豆制品加工、生物肥、农药等农业板块，都有风险投资涉足。苏州顺风光电创投投资经理胡汪洋告诉记者，目前创业板重点扶持“新农业”领域企业上市的导向，增加了现代农业企业上市机会，一方面直接为现代农业企业提供融资平台，另一方面也形成了“投资—退出—再投资”的循环模式，引导更多基金投资现代农业。

2. 风投青睐什么样的农业企业

什么样的农业企业受风投青睐？带着这个问题去探访“立华”，记者想象，公司周围一定是大规模的养鸡场。然而到了现场一看，这家公司与都市中的写字楼没有任何区别——看不到一只鸡，管理人员坐在办公室里，利用ERP信息系统，管理着千里之外的生产、销售全过程，而哪个农户进了多少鸡、卖价多少，却一清二楚。“这不奇怪，我们在探索一条农业虚拟经营之路，这就像你在耐克公司见不到生产车间一样。”立华公司董事长、人称“硕士鸡倌”的程立力告诉记者。

记者了解到，风投资本进入农业领域，首要任务是构建完善的产业链与标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准化生产工艺。立华畜禽之所以受到青睐，在于他们已经初步完成了这一转型。他们的运作模式，是依托研发实力、自主品牌和销售渠道，制订生产标准，发展农户和“飞地”实行产品“外包”。立华已成长为全省第一大肉禽养殖企业、全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，去年上市肉鸡1.02亿只，实现销售收入18亿元，合作农户3500多户，合作农户养殖收益2.1亿元，农户人均收入8万多元。与一般实体企业相比，农业企业缺乏抵押物，融资难、贷款难的问题尤为突出，而创投的介入则大大缓解了这一矛盾。立华现在的目标，是尽快调整完善经营管理，力争年销售收入突破60亿元。

常州市发改委副主任司勇分析说，风投青睐的农业企业一般有三个特点，一是面向终端的消费类企业；二是高科技型，比如，有机蔬菜、花卉等种植企业；第三是标准化加工、品牌化销售、产业链整合度高的企业，特别是涵盖种植、贸易、物流、品牌推广、销售等多个环节的“全产业链”模式，目前常州已首次将现代农业纳入风投对接的重点门类。

在资本看好的同时，人们对不断上涨的肉价、菜价的忧虑也表露无遗。风投追逐现代农业，是否会进一步推高农产品价格？对于这种忧虑，立华畜禽董事长程立力分析说，“在传统农业向现代农业的转变过程中，资本的介入将大大提高转型的效率。随着规模的扩大和集中度的提高，对市场信息的反应更敏捷，自我调节更快速，将会更好地保障市场的均衡供应，一般不会出现价格的大起大落。”

有关专家认为，农业是关乎民生的基础产业，投资的思路不仅要考虑项目挣钱与否，还要考虑模式的健康与否以及与农民之间的关系。是助农还是伤农，不同模式可能产生不同的结果。

著名经济学家成思危也指出，农业光靠政府投资无法完成现代化的进程，应该引导风投投资作为长期投资者，支持农业科技成果的应用，并在合作中对农企、农民进行培训、扶持，而不是只合作一段时间，企业上市了就圈钱走人。

农业迎来资本追逐浪潮，是喜是忧？河海大学苏南经济发展研究所所长安文教授打开股票曲线图分析说，从去年至今，A股市值已从最高峰跌去了一半多，而“农业板块”的跌幅明显小于大盘，在所有行业中仍属较为稳定。最吸引眼球的，是农企高达近70倍的市盈率。相比于整个大盘30倍左右的估值水平，“农业板块”依然存在着较大的获益可能。资本逐利，也正是看中了其中的前景和“钱景”。专业风投被称为“聪明的钱”，与游资短炒不一样，是把无序流动的“热钱”变成长期投资的“冷钱”。农业项目周期性长，工业风投要花1到3



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年时间，而农业风投可能要花上5~8年时间，由此带动农业企业升级技术、加强运营，是一次难能可贵的产业升级机遇，传统农业的组织形式、流通体系和服务体系都得以升级。此外，风投也提高了农业在投资中的比较效应，带动更多社会投资流入农业，将大大加速农业现代化的进程。

本书点评

近期猪肉价格大涨，引起了人们对中国农业发展的思考。与欧美发达国家不同，我国农业产业化程度低，特别是种植和养殖环节。原因在于我国农业人口庞大但耕地资源不足，种植和养殖生产方式仍以个体或家庭作业为主，平均生产规模小，产业化程度低，造成了农产品产量与价格波动频繁，产业链整合成本高，难度大。如何提高农业产业化？许多企业不断地在尝试。如案例中的常州立华采用“龙头企业+合作社+农户”模式。农业类公司主要有两种发展模式：一种是产业链多领域覆盖，其业务涉及农业产业链上的多个环节；而另一类企业选择产业链上的某个环节作为其核心业务。尽管常州立华宣称业务“涵盖家禽育种、孵化、生态养殖、饲料加工、肉食品加工、生物有机肥制造等”，但我们认为，常州立华还不是采用覆盖产业链多领域的发展模式，还是采用了抓关键环节的发展思路。其核心环节是种苗提供和销售加工，就是这两个环节，保证了农产品的高溢价策略的有效执行——种苗，保证了产品的“血统”；销售加工，确保产品价值传播与价值交换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七十五章 麦考林——私募投资机构间的击鼓传花

一、相关背景

（一）行业概况

20 年的时间里，中国零售市场完成了西方国家经过 150 多年演变的业态：超市、综合超市、大市场、便利店、折扣店、摩尔（Mall）、仓储式会员店、直销中心、网上购物、电视购物、邮寄等业态纷起。据统计，中国零售业规模从 2005 年开始，5 年内市场将出现 11% 的强劲复合增长率，到 2010 年达到 10 万亿元的零售规模总额。从这个意义上讲，投资中国零售业将成为一项令国内外投资机构心动不已的选择。

此外，以麦考林为代表的“多渠道零售”似乎昭示了一种趋势：以渠道定义零售企业的边界正日益模糊，或者说，越来越多的零售企业在运用多元化的渠道，沃尔玛、TESCO 对网上购物的支持、永乐等家电连锁企业与易趣的合作，湖南卫视购物频道则明确表示要通过手机 、网络、直投邮购等方式促进购买……多渠道零售模式正不由分说地走向主流视野。

1. 并购涉及当事方

（1）麦考林企业集团

麦考林成立于 1996 年 1 月 8 日，当时以美国华平基金为首的投资方获得了在内地从事邮购经营的资质。华平基金联合上海国际服务贸易公司共同发起成立了上海麦考林国际邮购有限公司，其中华平基金出资 3，000 万美元。此后随着众多邮购公司纷纷推出 B2C 网站，1999 年，华平基金又联合香港亚网集团、凯达集团以及台湾一家投资公司，向麦考林注资 1，300 万美元，成立了“麦网”，开始涉足电子商务领域，并成为国内 B2C 电子商务渠道零售商。两年来，麦考林的零售渠道迅速扩张，在全国 20 多个城市开设了零售店铺或分公司，目



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前已有零售店200多家。麦考林自2002年以来每年以50%的增长率高速发展壮大，目前其目标客户人群主要是20～35岁的白领女性，其愿景是成为多渠道零售行业的领导者。

2. 美国华平投资集团

华平投资集团(Warburg Pincus)(下称华平)由Eric Warburg和Lionel Pincus成立于1971年，是世界一流的私募股权投资基金之一，它将“专业经营”模式带入创业投资，发展了一套独特的私人股权资本投资模式。其投资重点领域包括金融服务、医疗保健、借债收购及特殊投资、信息及通信技术、传媒及商业服务/能源和房地产等。目前，华平拥有12只私人股本基金，管理的资金约达350亿美元，自成立开始已对30多个国家和地区的约600家公司投资超过290亿美元。在其40年的私人投资历史中，华平投资于公司发展的各个阶段，从为新公司启动注资，到为公司结构重组、资本结构调整注资，或者整间公司收购，华平都有参与。

表面上看，华平投资的一个重要特点就是“无特点”，即其投资遍及全球各地，涉及各主要行业，包括任何发展阶段的公司。但过去几年中，华平为有限合伙人提供了28%的内部回报率，这主要得益于其对宽泛投资领域的驾驭，得益于其独特的私人权益资本投资模式，即“专业经营”模式，并形成了保证其投资成功的“四大法宝”:①特有的、全球一体化的合伙人制度和强悍的投资风格。在各类投资案例中，华平一般都是发起和领导投资者，并且几乎无一例外地是最大的股东。另外，华平全力经营创业投资，不参与任何其他业务，确保其为旗下每个公司的成功全力以赴，这个制度的直接结果就是——无论被投资公司处于哪一个发展阶段、行业、地区，华平都能为其配备熟悉行业的适当人选。②长线投资/宁缺毋滥，“疑项目不用，用项目不疑”，在寻找到目标之后，又敢于以巨额资金压在一个企业上，全力协助其发展。③核心管理队伍和广泛人才网络。华平有58位合伙人和150余位专业人员遍布全球，这些精英“知道如何把一个小公司变成大得多的公司”。此外，华平近40年来建立和培育了一个由上千位企业家、经验方呢功夫的经验管理人员、董事、商业顾问、银行家和律师构成的全球网络，其每项投资都得益于这个网络，既可从中获得独家性的投资机会，也可通过其进行尽职调查咨询。④重视投资多样化。华平从未局限在企业的某一发展阶段，就企业投资时段的选择而言，在华平对外投资额达到190亿美元时，创业资本为55亿美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占据了29%的份额;企业发展资本为65亿美元,占比34%;重组、收购及特殊投资为70亿美元,占比37%,比例分配并不悬殊。

1994年,华平在中国香港成立办事处后,开始正式涉足亚洲投资,是最早进入亚洲的私募股权投资公司,也是最早进入中国的投资公司,被称为“第一个吃中国螃蟹者”。2002年5月,华平宣布完成一项25亿美元的国际基金共同投资于美国、欧洲及亚洲各企业,其中计划将53亿美元基金中的10%投向亚洲的创业型企业。近年来华平在中国动作频繁,先后投资了大唐电信、哈尔滨药业、中国电信、中信资本、国美电器、凯房地产和7天酒店连锁等企业,总结华平投资中的47起案例,可发现其投资行业主要为半导体芯片、房地产、电子商务等,投资的企业发展阶段主要以发展期和获利期为主。

3. 红杉资本中国基金

红杉资本创始于1972年,现旗下拥有近30只基金,管理资本超过60亿美元,目前其投资的公司的总市值超过纳斯达克市场总价值的10%,红杉资本擅长投资科技与传媒、消费品及现代服务业、健康产业、能源与环保等行业,总共投资超过500家公司,200多家成功上市,100多个通过兼并收购成功退出。在大型机时代,它发掘了PC先锋苹果电脑;当PC大肆发展,它培养起网络设备公司3com和思科;而当电脑被广泛连接,互联网时代来临,它又投资于雅虎、Paypal和Google……在这个充斥着材质之士的高竞争行业中,红杉资本取得了与众不同的成就,这使红杉这个“创业者背后的创业者”不可避免地成为业内最受瞩目的对象。

几乎所有评论者都会将红杉资本的灵魂人物——唐·瓦伦坦、迈克尔·莫瑞茨、亚瑟·洛克和约翰·杜尔并称为这一行业的“四大天王”,同时多数业内人士也坦率承认“红杉令人费解”。的确,从一定程度而言,红杉的故事可以被简化为顺应技术进化下的连锁反应,红杉能够抓住每次技术沿革中最优秀的公司,并能够打造一个个航母式的公司,这种“赚钱的境界”是很多业内机构所无法追赶的,这也增加了红杉的神秘性。其实这与其独特的投资方式有关。首先,红杉并不顺应舆论营造的流行趋势。它很少附庸大公司们以大量资金打造的趋势,它更倾向于投资有巨大市场需求的公司,按瓦伦坦的说法是“下注于赛道,而非赛手”,与其说投资一家公司,不如说投资的是一个市场需求。其次,红杉相信“思维模式迁转”(paradigm shift)下的小公司的机会。在传统行业,“大卫战胜哥利亚”的故事并不多见,但在高科技领域,这却是主旋律。所以红杉技术很少投资于那些有过巨大成功的创业者,它更愿意投资于那些有过挫败经历



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的创业者。再次，红杉是个极其尊重规则的投资机构，用红杉资本中国基金董事周逵的话说“这里非常尊重规则，虽然每个人都很成功，但他依然是个所有人都尊重规则的组织”。不可否认，红杉对于规则的成功贯彻，以及其合伙人之间的互补、默契和尊重，是红杉走在时代前沿的重要因素。最后，红杉始终保持着竞争力的企业文化。如果说红杉的独特之处体现在其连续 30 多年走在技术潮流之前，深层次而言，这源于它保持竞争力的方法——勤奋、保持好奇心和危机意识、不为市场波动改变投资基本原则。在红杉内，瓦伦坦和他的合伙人努力保持持续的自我更新，在投资已经开时代先河的公司取得了成功后，它又开始寻找那些小的、未得到认可的创新概念。“没有下一个 Google，就像没有下一个思科、下一个雅虎、下一个苹果、下一个英特尔、下一个微软一样”，莫瑞茨称，“公司各有不同，伟大的公司则有它们自己独一无二的生意之道，有其自己的印记和标识。”

红杉曾经宣称投资不超过硅谷（美国高科技企业集聚地）40 英里半径，但 2005 年 9 月红杉走出了硅谷圈，与德丰杰全球基金原董事张帆和携程网原总裁兼 CEO 沈南鹏一起始创了红杉资本中国基金（Sequoia Capital China）。红杉资本中国基金目前管理总额约 10 亿美元和约 10 亿人民币总计 4 只基金，红杉资本中国基金主要投资处于发展时期和扩张期的企业，投资领域主要以科技与传媒、消费品及现代服务业、健康产业、能源与环保为主，曾投资包括飞鹤乳业、麦考林零售、匹克运动、利农集团、马良传媒、诺康生物、宏梦卡通和奇虎网等中国高速成长企业，活跃的红杉中国投资团队也一直是媒体追捧的对象。

二、各方观点

（一）腾讯科技（2010 年 10 月 14 日）：麦考林上市前曝光财报：第二季净利 408 万美元

10 月 13 日消息，国内服装电子商务企业麦考林赴美 IPO（首次公开募股）计划近日曝光，根据向美国证监会提交的招股书显示，麦考林将发行合计 1,174.29万份美国存托股票（ADS），以中间价 9 美元计算，可能募资 7,550 万美元。

据了解，麦考林成立于 1996 年，是中国首家获得政府批准从事邮购业务的三资企业，旗下运营服装类垂直电子商务网站 M18.com，在中国服装类 B2C 企

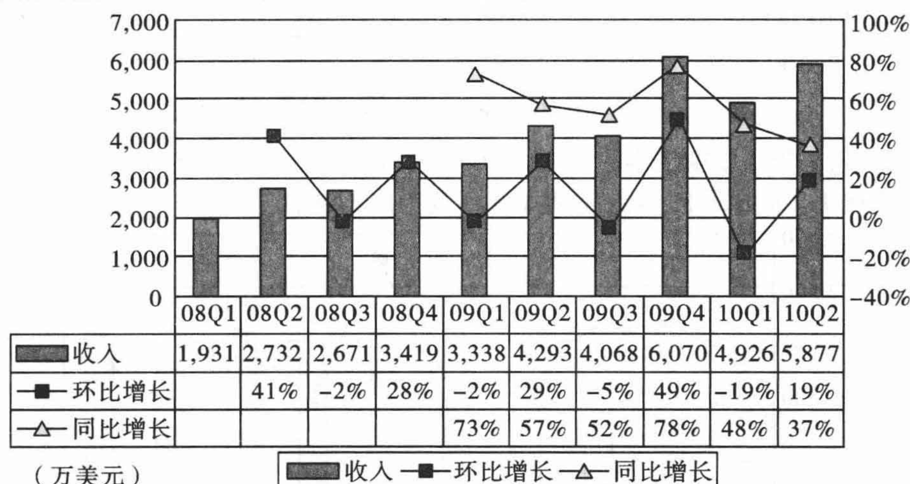
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业颇具知名度。

从最初成立的 8848 到当当、卓越，再到后来的 PPG 及京东、凡客，中国 B2C 行业已经走过 10 多年的历程，中间无数企业灰飞烟灭，如果麦考林上市获批，其将成为国内 B2C 领域首个上市企业，打破这一领域 10 多年无一企业上市的历史。

无疑，麦考林的上市对国内 B2C 企业后续资本运作将有极大的参考价值，对京东、当当等企业上市也有很大借鉴作用。尽管京东商城及凡客诚品均表示目前还没有明确的上市计划，有分析人士认为，麦考林此次 IPO 将一定程度加速国内 B2C 企业上市之路。

为此，腾讯科技特地根据麦考林招股书整理其从 2008 年第一季度的财务状况，让业界及投资人更清楚地了解 B2C 企业财务特征。以下是腾讯科技对麦考林财报分析：



	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
收入	1,931	2,732	2,671	3,419	3,338	4,293	4,068	6,070	4,926	5,877
环比增长		41%	-2%	28%	-2%	29%	-5%	49%	-19%	19%
同比增长					73%	57%	52%	78%	48%	37%

图 75－1 麦考林 Q2 营收 5877 万美元 同比增长 37%

麦考林的营业规模在 2009 年取得了飞速增长，并在第四季度取得最高峰值 6,070 万美元的业绩，较 2009 年第三季度增长 49%，较 2008 年第四季度更是增长 78%。

不过，可能是受金融危机影响，麦考林业绩在 2010 年第一季度为 4,926 万美元，出现了 19% 的季度下降，到第二季度则恢复到 5,877 万美元，较去年同期增长 37%，较上一季度增长 19%。

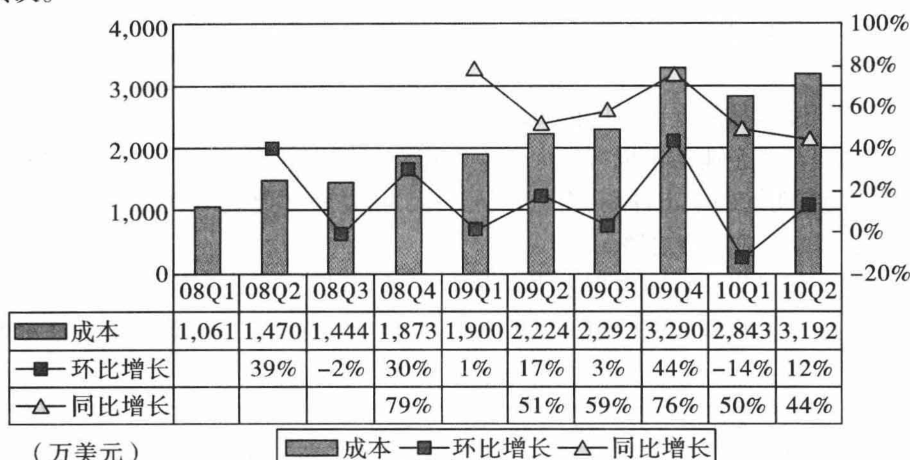
公开资料显示，目前麦考林年销售额超过 10 亿元，营业收入主要分为网



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



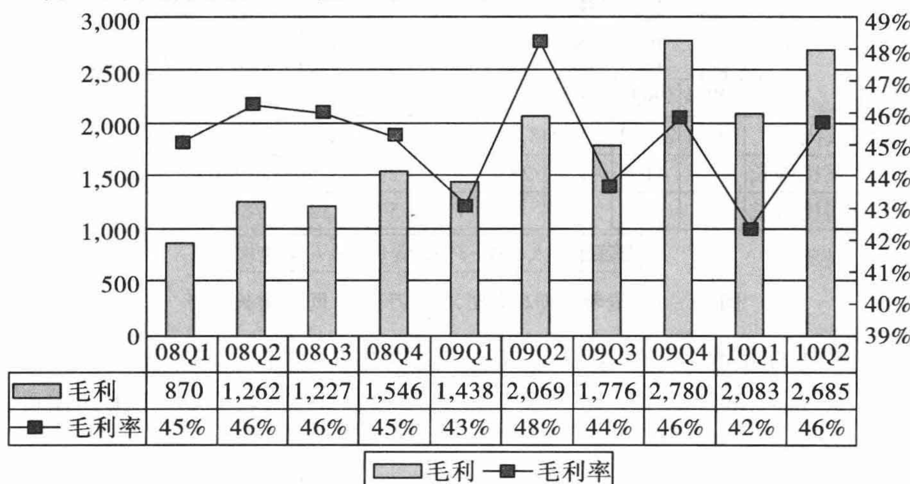
购、邮购和门店零售三大渠道，其中网购约占50%以上份额，而邮购和门店零售各占约2成多份额。麦考林服装自有品牌贡献近70%销售额，家居及配饰产品其次。



	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
成本	1,061	1,470	1,444	1,873	1,900	2,224	2,292	3,290	2,843	3,192
环比增长		39%	-2%	30%	1%	17%	3%	44%	-14%	12%
同比增长				79%		51%	59%	76%	50%	44%

图 75－2 麦考林 Q2 成本 3,192 万美元 同比增长 44%

麦考林第二季度成本为3,192万美元，较上一季度的2,843万美元增长12%，较去年同期增长44%，这些成本主要为广告成本。



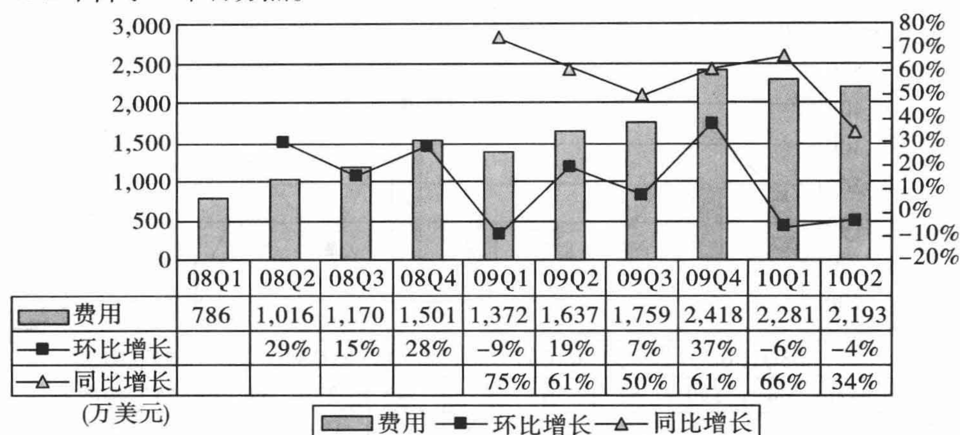
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
毛利	870	1,262	1,227	1,546	1,438	2,069	1,776	2,780	2,083	2,685
毛利率	45%	46%	46%	45%	43%	48%	44%	46%	42%	46%

图 75－3 麦考林 Q2 毛利 2,685 万美元 毛利率 46%

麦考林第二季度毛利为2,685万美元，较上一季度的2,083万美元出现明显增长，毛利率为46%，较上一季度的42%提升了4个百分点，较去年同期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

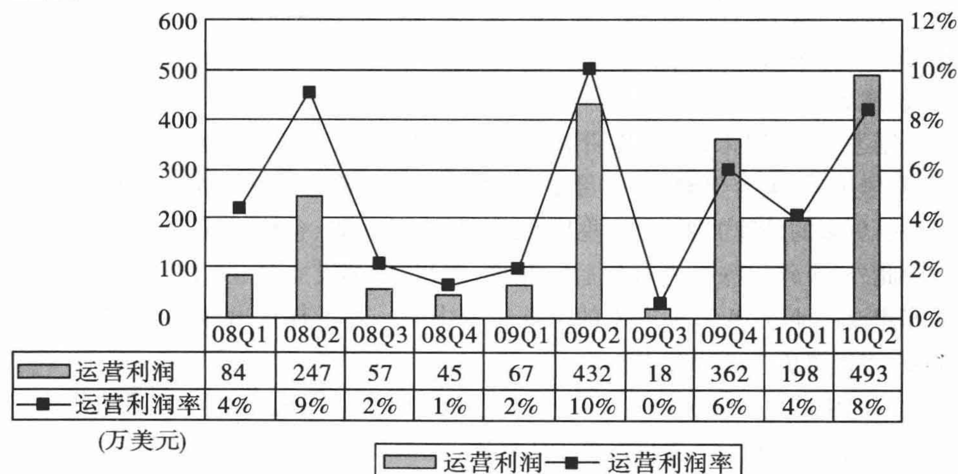
48%下降了2个百分点。



	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
费用	786	1,016	1,170	1,501	1,372	1,637	1,759	2,418	2,281	2,193
环比增长		29%	15%	28%	-9%	19%	7%	37%	-6%	-4%
同比增长					75%	61%	50%	61%	66%	34%

图75-4 麦考林Q2费用2,193万美元 同比增长34%

麦考林第二季度费用为2,193万美元，较上一季度的2,281万美元下降了4%，较去年同期的1,637万美元则增长了34%。据招股书透露，麦考林募集的资金中，1,500万美元将用于增强电子商务基础设施；2,950万美元将用于建设新的物流中心和仓库；650万美元用于店铺的改善，剩余资金将用于企业日常运营。



	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
运营利润	84	247	57	45	67	432	18	362	198	493
运营利润率	4%	9%	2%	1%	2%	10%	0%	6%	4%	8%

图75-5 麦考林Q2运营利润493万美元 运营利润率8%

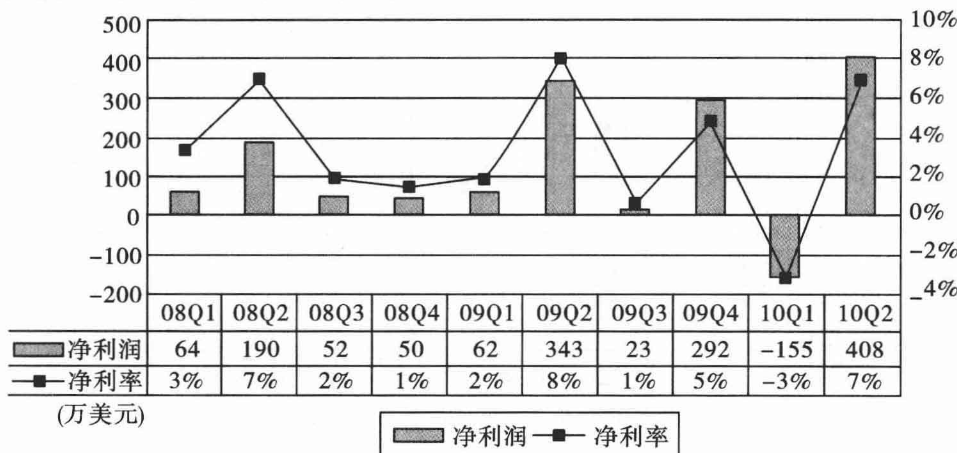
与大多数B2C企业一样，麦考林运营利润与规模相比并不高，第二季麦考



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



林运营利润为 493 万美元,运营利润率仅 8%,不过较上一季度增长 4 个百分点,较去年同期则下降了 2 个百分点。



	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
净利润	64	190	52	50	62	343	23	292	-155	408
净利率	3%	7%	2%	1%	2%	8%	1%	5%	-3%	7%

图 75-6 麦考林 Q1 亏损 155 万美元 净利率为 -3%

值得注意的是,相比规模麦考林净利润不高,甚至在 2010 年第一季度还出现 155 万美元的亏损,净亏率为 -3%,不过第二季度净利润出现了大幅反弹,为 408 万美元,净利润率达到 7%。

对比最近刚刚在纽交所上市的搜房,麦考林上市条件基本差不多。搜房今年第二季度净利为 293 万美元,反而还较去年同期的 341 万美元下降了 14%,不过,搜房上市后首日收盘股价还较发行价涨 72.9%。

据悉,今年以来,麦考林明显加快了扩展步伐,目前旗下麦网上涵盖的女装、家居用品、美容保健、童装母婴、内衣、鞋包、配饰等 7 个产品线,同时,麦网正吸引更多的品牌加盟,为这些品牌提供统一的客服、仓储、物流和支付服务。

此外,今年以来麦考林先后在北京、广州、成都设立分仓,不久前又宣布在江苏建设占地近 14 万平方米的全球运营中心。麦考林指出,随着业务进一步拓展,将投资更多新的分中心。

国内服装电子商务企业麦考林于北京时间本周二晚间登陆美国纳斯达克市场,开盘价为 17.5 美元,报收于 17.26 美元,比 11 美元的发行价上涨 57%。这个财富故事的背后,依旧站着美国股市的老熟人、资本高手沈南鹏。

1. 账面财富再增 6 亿美元

毫无疑问,沈南鹏的身价再次水涨船高。根据公开数据,麦考林上市当日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收盘时，其市值达到了9.89亿美元，而其招股说明书表明，沈南鹏在其中持股比例为62.8%，因此可以大致算出，这个项目给他带来的账面财富达到了6亿美元之多。而在投入方面，同样根据公开信息，2008年，红杉资本得以控股麦考林的投资为8,000万美元，相比来看，回报十分丰厚。

沈南鹏再一次做出了一笔令人艳羡的投资，并证明他的成功绝不是依靠幸运而来，毕竟，作为投资人，他已经成功过很多次。

沈南鹏是红杉资本中国创始合伙人。他最初为人所称道的投资是1999年创建的携程旅游网，该网站于2003年上市。此后，在他的推动下，第二个资本奇迹再次发生，如家快捷酒店于2007年赴美上市。后来，沈南鹏又成为分众传媒和易居中国的个人投资者，分众上市当年继续财富神话，而易居中国也于去年8月登陆纽约证券交易所。

在此期间，沈南鹏也曾总结过自己的投资秘诀：不定义传统行业和非传统行业，只关注有爆炸性的行业，不关注"中国制造"，只立足"中国消费"，不企图覆盖所有行业，专注于熟悉的领域。

他不但这样说，还持续这样做，并持续成功。不少投资人在昨日对他的祝贺中留言说："佩服，佩服到嫉妒"。投资人曾李青曾感叹说："我想成为沈南鹏。"

2. 今年操作6公司赴美上市

财富数字还在继续。现在，想要得出沈南鹏的身价已经变成了一道复杂的计算题。

今年初以来，沈南鹏和他的红杉资本继续获利。7月1日，由红杉中国投资的高德软件登陆纳斯达克交易所。9月28日，红杉中国的又一家公司乡村基登陆纽约交易所。两次，都得到资本市场追捧，乡村基更是获得了近三十倍超额认购，上市首日大涨47%。

接下来则是麦考林，这家公司运营着服装类电子商务网站M18.com，有线上线下两套服装销售系统，被称做"中国B2C第一股"。沈南鹏昨日凌晨4点27分发表微博说，股票受到了投资者热情追捧，相信这是公司一个新的起点。

据了解，由红杉中国投资的新高地科技、利农国际和诺亚财富今年也将陆续登陆美国股市。一年之内，红杉中国投资的6家中国公司将接连赴美上市，真正进入了收获的季节。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（二）中国经济网（2010年10月21日）：获私募（PE）辅助后麦考林赴美上市，质疑声引起思考

2010年10月8日，在先后获得华平、红杉清科创投三个知名私募基金的辅助后，依靠邮购服饰起家的麦考林已经递交了相关上市申请，其拟登陆美国纳斯达克并筹资约1亿美元。这些资金可能将大量用于网络和运营中心建设。

成立于1996年的麦考林，通过业务“线上＋线下”多渠道扩展及资本市场助力，业已取得了快速的发展。业界普遍认为，麦考林拟赴美IPO之实必将对中国电子商务B2C市场产生不小风波。

风光背后，麦考林也备受质疑，有人认为麦考林的线下实体店经营模式是“虚胖”，规模和业绩都不够；而线上的电子商务管理不规范，诚信度不高，根本不符合电子商务要求。

麦考利缺乏自有品牌，利润较薄，需要大量的资金支持。麦考林背后曾先后有华平、红杉清科创投三个知名私募基金的辅助。

记者采访了北京市朝阳区人民政府法律顾问、北京市道可特律师事务所主任刘光超律师，刘光超律师说：“如果业界关于麦考林为上市目的虚高业绩的传闻属实，我们不得不为麦考林的赴美上市计划捏把汗。漂亮的财务指标或许能为上市加分，但实际运作实力、持续运作能力的缺乏，使得公司即便上市也无法在公开市场上‘闪亮’的生存。”

（三）《经济观察报》（2010年10月26日）：麦考林融资1.29亿美元　国内首家服装B2C纳斯达克上市

据知情人士透露，麦考林已顺利通过纳斯达克上市聆讯，将于今晚登陆纳市，它亦由此成为国内首家在纳市上市的服装类B2C电子商务企业。这也意味着又一家红杉资本参与投资的企业将赴美上市。

据麦考林承销商透露，将于今晚在纳斯达克上市的麦考林（MCOX）发行价定为11美元，高于此前8～10美元发行价的上限。根据其招股书显示将发行1,174.29万份美国存托股票（ADS），由此计算麦考林通过IPO将募集约1.29亿美元。

麦考林招股书显示，其计划发行1174.29万份美国存托股票（ADS），每份ADS相当于7股普通股。由瑞士信贷、瑞士银行、Oppenheimer & Co和Roth Capital Partners将担任该公司的IPO承销商。对于此次募集资金的用途，麦考林表示1,500万美元将用于增强电子商务基础设施；2,950万美元将用于建设新的物流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中心和仓库;650 万美元用于店铺的改善,剩余资金将用于企业日常运营。

招股书还显示,麦考林 2007 年、2008 年和 2009 年三年的净利润分别达到 411.2 万、355.2 万和 721.2 万美元;今年上半年实现净利润 252.7 万美元。

麦考林成立于 1996 年 1 月 8 日,2001 年推出麦网。是中国一家获得政府批准的从事邮购业务的三资企业,目前涉足邮购及电子商务领域,公司业务覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市。

2000 年,华平、香港亚网集团(iVentures)、凯达集团、台湾某投资公司投资麦考林 1,300 万美元,成立电子商务网站"麦网"。之后红杉资本于 2008 年 1 月投资麦网,华平国际完全退出。红杉资本以逾 8,000 万美元(约合人民币 5.7 亿元)入股麦考林,成为麦考林控股人。

(四)《21 世纪经济报道》(2011 年 12 月 6 日):麦考林转型 B2C 生不逢时 上市一年股价缩水九成

上市一年,股价飞流直下,至今已跌至不足 IPO 的 1/10——这是所谓"中国 B2C 第一股"麦考林的惨淡现实。

12 月 2 日,麦考林发布了第三季度的财报,当季度净营业收入为 5,310 万美元,同比下降了 4%,净利润亏损 1,440 万美元。

过去一年,邮购业务占八成的麦考林在努力加大互联网业务的投入,试图变成一个真正的电子商务公司。但现实是,线下业务在收缩,而线上业务却没有获得相应增长。

此前的 11 月 4 日,麦考林负责麦网的副总裁浦思捷已宣布离职,现在互联网业务由总裁顾备春亲自抓。

坊间笑言,做电商,亏损不要紧。要紧的是砸进了利润,规模却没做大,赔了夫人又折兵。而目前,麦考林就面临着这样的命运。

麦考林在 12 月 5 日发给本报的邮件回复中表示,麦考林不会使用烧钱这种手段盲目地扩张。希望能够把有限的投入带来最大的产出,将放缓在互联网业务上的投入。

1. 转型 B2C 的代价

根据麦考林 2011 年第三季度财报,当期的毛利率为 26.4%,这一毛利率比韩都衣舍、七格格等淘品牌的毛利率还少 20% 左右。2010 年第三季度,麦考林的毛利率为 39.8%。一年之间,亦减少了 13.4%。

麦考林在财报中称,毛利率下降的三大主要原因是:互联网销售业务在净



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



营业收入中占比下降、其利润低于其他渠道；第三方品牌的产品收入增加、其毛利率低于自有产品；由于激烈的竞争，给予消费者更多的优惠券和促销活动等。

据了解，第三季度，麦网的月均独立访客量同比增长 23%，但第三季度，来自互联网的营收是 3,000 万美元，同比只增长了 7.7%。麦考林官方称，“增长主要由于更多的网络广告投放吸引了大量活跃顾客。由于市场竞争日趋激烈，公司发放了大量的优惠券并推出了很多的促销活动，抵消了部分净营业收入的增长。”

但是，这一数字与整个 B2C 行业的增长相去甚远。根据易观智库 EnfoDesk 发布的《2011 年第 3 季度中国 B2C 市场季度监测》数据显示，2011 年第 3 季度中国 B2C 市场交易规模达到 621 亿元，环比增长 15%，同比增长 137%。而报告指出，这一增速相比于 2011 年上半年，还相对疲软。

2010 年至 2011 年上半年，各个电商的营业额都以百分之几十甚至翻番的速度增长。但同时，营销费用暴涨，竞争压力非常大。

但 2010 年 10 月上市的麦考林，80% 的销售额来自于目录、邮购、实体经营等线下业务。“B2C 第一股”纯粹是为麦考林上市而造的一个概念。但是自被包装成“B2C 第一股”之后，麦考林真的需要名副其实成为 B2C。这意味着，麦考林需要在这片红海中寻得一条生路。

后来的财务数据说明了麦考林在转型 B2C 上“披荆斩棘”，却收效不佳。2011 年上半年，麦考林的总营收达到 1.0679 亿美元，比 2010 年上半年减少了 124 万美元。而其招股说明书显示，2010 年上半年，麦考林总营收 1.0803 亿美元，同比增长 41.6%。

因此，在今年麦考林第二季度的财报分析会上，麦考林 CFO 张磅明确表示，麦考林的互联多业务会放缓。

2. 左右手互搏

“从上市时起，我们就不看好麦考林转型 B2C。转型电商后，麦考林的竞争力还不断下降。”一位电商行业人士告诉记者，麦考林上，同一类目会在线上与线下同时销售，但折扣力度又不一样，这样势必会互相博弈。

上市后，麦考林有多条业务线：网购、电话销售、自营及加盟店的销售。“邮购的核心是用户库的更新，自营及加盟店的重点是选址与渠道管理，但是电商的核心是供应链的响应速度。”亿邦动力网总编辑贾鹏雷认为，每个业务类型的体系与思路都不一致，这让麦考林分身乏术。

不仅如此，麦考林还处于前有虎狼、后有追兵的状态。一方面是线下的自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营店及加盟店、邮购业务的迅速收缩，另一方面，互联网业务却单独依赖大规模的营销才能够恢复获得一定规模，投入与产出不成正比。

麦考林第三季度的财报显示，来自电话销售的营收是1,200万美元，同比下降25.3%；自营及加盟店销售额是580万美元，同比下降11.2%。一年之间，自营店数量从143家下降为115家。

多渠道运营让麦考林左右手互相博弈，而多品牌运营亦让精力分散。据了解，麦考林有女装Euromoda、Rampage、Ria等、男装Soft rock，配饰Phancy等多个品牌。“但这些品牌都做得一般，并没有出彩的地方。而凡客就只做凡客一个品牌，印象深刻。”贾鹏雷说道。派代网分析师李成东认为，虽然，在商务上来说，多品牌运营是正常的。但就目前电商所处的阶段来看，多品牌会让根基不深的B2C找不到重点。

3. 仓储短板

不仅如此，在核心竞争力的储备上，麦考林还略显滞后。电商拼的是速度、供应链，那么密集的仓储将甚为关键。目前，完全依靠第三方物流的麦考林一共只有北京、上海、广州、成都等4个仓，总仓在上海。而凡客除了这四个城市之外，还有武汉、西安、济南、沈阳等多个城市的仓储已经投入运营，并且正在南昌筹建新的仓库。好乐买也在北京、上海、广州、深圳、成都、沈阳、武汉等多个城市建立自己的仓储中心。

“之前，我们对这两家的供货都差不多。但现在我们给凡客供货更多一些。因为凡客V+在济南建了一个中转仓。收到订单后，第二天就可以将货送往凡客的中转仓。现在，每天往中转仓里送2次货。但是，麦考林的仓储在上海。”韩都衣舍CEO赵迎光说道。

赵迎光告诉记者，从销量上来看，麦考林与凡客V+平台带来的销售额相差无几。到现在为止，两家平台各自的销售额都在400万左右，需要给交纳的费率约是流水30%~40%。但未来，在凡客平台上的销量会超过麦考林。

“在短短的一年之内，麦考林实施了多个策略，不断尝试。但转型需要时间与机会。”贾鹏雷表示，目前，麦考林正到了最难熬的阶段。

“麦考林没有收缩互联网业务，只是放缓对互联网业务的投入。”在给本报记者的书面回复中，麦考林表示，当电商的广告投入已经大过了开门店的投入，用烧钱来扩大规模，或者以低价促销来提高销售，这都是不可持续的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



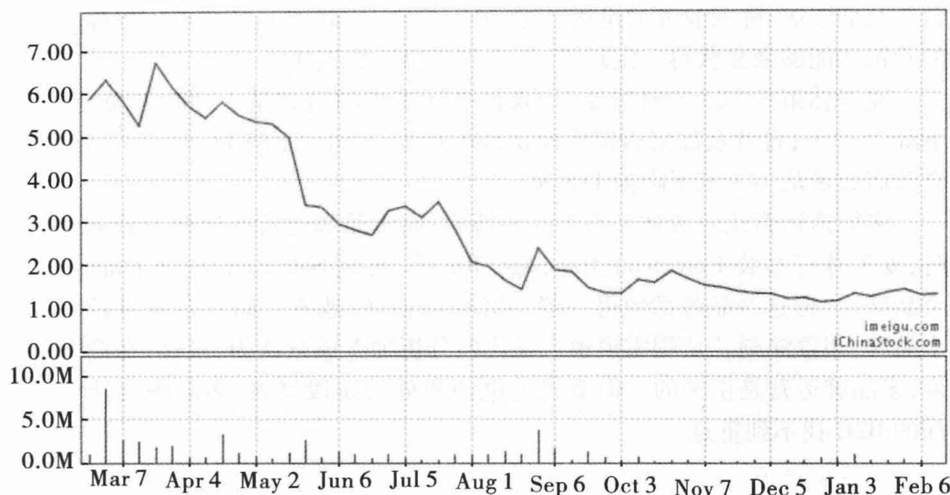


图 75－7　麦考林近一年内股市走势

(五)中国广播网(2012 年 1 月 16 日):麦考林收缩战线忙越冬 评:电商行业物流为王

主持人:我不知道今天的嘉宾主持光昱怎么看待,麦考林是三种销售渠道并存,他本来是想多渠道发展的,但是目前来看他这个实体店,是不是实体店还拖累了整体的业绩,他关闭了这么多?

李光昱:我觉得咱们需要看大的趋势,尽管他是做邮购的,而且麦考林曾经是很辉煌,他是在中国第一个拿到邮购牌照的企业。这是非常不容易,所以说当大家都去书店买书的时候,那个时候邮购是一个新的产物,或者说是更有效率的一种买书的方法。但是到了现在这个时代,当大家都通过网络去买书的时候,当像亚马逊、当当这种除了卖书以外,其他的所有东西都做的时候,那么麦考林首先它的商业模式没有任何特别的地方,其次他以前积攒的这些顾客,我没有见到它说取得了一种先发的优势,说这些顾客迅速就能转化为网络的这种网商、电商的一种用户,所以说我觉得他还是因为脚步有所迟疑,或者说就像刚才我们说到微软,以前的成就是他以后的一个负担。

主持人:目前来看他确实也在电商方面提升得速度还是不错的。未来你觉得呢?

李光昱:电商市场本身很大,但是在这个市场里头,因为大家知道,电商相对来讲说产品并不是最重要的,它不像做奢侈品,做奢侈品里面你能拿的货源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是非常重要，拿到真货是很重要的，因为它是一个饥饿疗法。而在电商这个市场第一大家卖得东西都差不多，这里面唯一最重要的东西就是物流，谁的物流做得最好，谁就能够有条件分得最大的一杯羹。而对于物流来讲，最重要的就是规模，就是当你的规模达到一定大的时候，你的成本就可以降低，而对于规模来讲，资金是最重要的，因为你有足够的资金去撑着你做那么大的规模。我们刚才为什么在谈凡客，就是我没有说凡客这种模式不好，我只是说凡客这种模式，已经走到这种模式的极致，不断地融资然后不断地增加更多的用户。那么我觉得麦考林在这场速度之中，这场比赛现在电商的比赛已经变成是大鱼吃小鱼的同时，更重要的是快鱼吃慢鱼。就像我们在玩电子游戏的时候，谁能够快速的程度把基地建起来，然后制造出更多的士兵出来的话，谁就能赢，现在大家实际上拼的是速度，速度最后是由规模来定的。

主持人：作为迄今仅有的两家中国 B2C 电子商务上市企业，当当网、麦考林去年第三季度双双由盈转亏。除当当、麦考林两家上市企业业绩下滑外，国内 B2C 电子商务行业去年以来还有多起网站倒闭现象：总部位于上海的 B2C 网站大货栈因股东丧失投资信心，于去年 9 月份宣告停业；2011 年 9 月 29 日，美邦服饰也发布公告，剥离旗下电商业务，转给大股东打理。而受海外资本市场低迷影响，原定于去年 11 月 21 日盘后提交 IPO 申请文件的凡客诚品，也推迟了赴美进行首次公开募股。

麦考林首席执行官顾备春曾对媒体表示，电子商务这两年拥有太多的关注和风险资本。去年以来资本市场有几十亿美金都非理性地投向中国的电商企业。不论是 IPO 还是私募，都能融到上亿美金。整个电商行业目前是受资本支配的。

很多公司在资金投入前还能赢利，得到资金投入以后都不赚钱。因为投资人认为现在市场份额最重要，赚钱不要紧，只要有增长，而增长只能靠砸钱。结果是所有的网络媒体和线下媒体的价格快速上涨，而同质性竞争又推高了人力资源成本。

主持人：这种激烈的竞争和成本的急剧上升造成电商企业赢利能力的下降，让所有电商企业在去年都受到很大压力，整个行业基本上都是赚钱的少，赔钱的多。那么刚才我们说的电商确实存在这种现象，比如大鱼吃小鱼、快鱼吃慢鱼，这种现象已经很明显了，但是像他这种我采取三种销售渠道并存的情况，目前来看是不是应该干脆我就把实体店断掉，我就着力发展比如说像他的电话



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或者电商这两块,行不行?这么走下去行不行?

李光昱:当然商业有各种选择,因为每条路只要走得好,都能走得通,但是从大的趋势来讲,你可以看到书店,我们很多书店都已经在倒闭了,大家也做过好几期这个节目,就是某些东西来讲,实体店已经不是最重要的,包括你说如果实体店有这么好的话,那么我们说了柯达也不会在中国、在全世界走得这么差,其实柯达在全国国内的彩印的实体店是很多的。我觉得麦考林他真的是没有必要完全自己要去建实体店,因为可以说建实体店和做电商,所需要的人才包括他的整个一整套的管理是完全不一样的,所以我觉得确实是也许他的不专注是他现在走到这一步很重要的一个原因。

本书点评

在麦考林上市过程中唯一获利的,或许是原始股东及其背后的PE。我们也不得不警醒企业以及私募(PE)反思企业运作的终极目的:且不说回报社会、造福于民的大话,就说商业运作本身不能是一锤子买卖,通过上市获得个盆满钵溢是"短视",而做大做实企业,让企业成为持续创造社会财富的工具,才是根本目的。

资本市场运作是"器"、是"技",善用则获得永动机一样的动力支持,而急功近利难免会遭遇困境,企业运作中通过私募股权投融资亦是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七十六章 满座网——“千里逢迎，高朋满座”

一、案例介绍

（一）满座网简介

这是一个以“聪明消费每一天”为口号的团购网站。

艾瑞咨询发布的数据显示，中国团购从访问到下单的转化率排名中，满座网在去年一直稳居第一，平均保持4%以上的好成绩。也就是说，每100人浏览网站，会有4个人下单购买。

团购电子商务网，团购生活娱乐、休闲类服务及产品。满座网定位为高端的团购网站，目前已开通北京、上海、青岛三地团购业务。近日，国内领先大型团购网站——满座网“ManZuo. com”在年尾圣诞节前隆重推出的“团购优质胜女”大型互动创意营销活动，再掀起新一轮团购攻势狂潮，迅速将其全国分站拓展到多达110座一二线城市，成为事实上国内开设城市分站最多、覆盖城市居民人口首屈一指的“巨型”团购网站。

满座网绝不仅仅是一个帮助消费者省钱的平台，更是一个向市民推荐优质生活方式和创造消费动机的平台，每天至少上一次满座网，不仅可以帮你轻松找到你想要的优质商品或服务，更可以推荐给你你根本没想到，却恰好值得体验的新颖商品和服务。正因满座网的独特理念和精准定位，仅仅上线11个月后，满座网的月营业额目前就已经从最开始的每月几万到十几万迅速上涨到了每月3,000万以上。据统计，国内整个团购行业的单月营业额目前也已经超过2亿元，在经济调整、物价上涨的今天，团购行业却正面临着绝佳的发展机遇，满座网正敏锐地抓住良机，发力快跑，率先占有优质商户资源，力图保持领先优势。

团购行业经历过几次大的洗礼和千团大战的激烈火拼后，已经从盲目上马、残酷淘汰，逐步回归理性，即将进入到一个主要以服务品质论成败，而非单



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纯以价格竞争的常态。冯晓海爆料，近期，一些在千团大战中无法为继的中小团购网站，正在纷纷寻求大的团购网站商谈并购，许多由地方城市自我凝聚发展起来的优质中小团购网站，其内外部资源已经作为满座网新设地方分站的基础整合进了满座网旗下。正是由于质量出众、品牌口碑相对较好，满座网才从众多资金雄厚的同类网站中脱颖而出，深得名牌商家的垂青。正因为手握一大批顶级名牌商户的订单，满座网在与同行的竞争中信心十足，目前已经率先着手全国布局，不但继续巩固北、上、广等核心都市的资源优势，更整合进了相当多的具有地方特色资源的中小团购网站的核心资源，从而达到了迅速扩张、当月开站当月赢利的发展目标。

地方分站的巩固将为满座网下一步继续发力奠定更加牢固的物质基础。随着进一步的规模扩张和业绩增长，即将浮出水面的新一轮投资计划似乎更刺激满座网大大加快了在全国迅速扩张地方分站的步伐。但是不论怎样，满座网的发展都有赖核心用户的巩固。

(二)发展历程

“高朋满座”本是国内流传甚广的一个词语，最早出于唐·王勃《滕王阁序》：千里逢迎，高朋满座。

在 2010 年 1 月，爱卡汽车网创始人冯晓海，凭借其对互联网消费趋势的深刻理解和明锐洞察，率先在国内发布团购平台——满座网(manzuo. com)，在一篇文章里说出了“高朋满座”的寓意：

在选域名的时候，正赶上 CN 域名新政，工信部对 CN 域名进行全面的清查，大家已经不重视. cn 和. com. cn 域名了，所以，当时. com 的域名非常抢手，因为满座网的初创团队之前都是从事互联网行业的，对域名的重要性了然于胸，尽管当时. cn 和. com. cn 域名都很便宜，但是我们还是执意要选. com 的顶级域名。

2009 年当时也是互联网比较火的一年，那个时候拿域名来进行投资的机构和个人很多，有些机构、个人手握着几十个不错的域名，身价就达千万，他们主要是把但凡能够两个碰到一起的中国字都注册掉，要想找到一个没有被别人注册的域名是非常非常难的，因为当时我们是想做本地服务、团购这个事情，所以，还是希望尽量想些和本地商家和消费者喜好沾边的域名。

我们当时在域名上主要有这么几个原则：①尽量是双拼，如果实在不行就三拼(三个中国字)；②必须是汉字里面的易记字；③不要有谐音，这样在方言上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念起来不会产生歧义;④域名里面不要带团字,因为Groupon也许两三年是团购,不代表以后也是团购,名字带团字显得比较狭窄,因为从我们角度的理解来说,Groupon模式其实是一种本地服务的精准营销广告,目前仅是以团购的形式存在和体现,最终不会是以一个团购的模式去生存;⑤在域名选择上,最喜欢百度和淘宝,既有中国文字的美学又非常容易记,它们是域名中的经典,这也是满座网当时选择域名的榜样。

基于以上几点,当时满座网的几个股东就开始琢磨,大概想了一个多月时间,同时也咨询了好多做域名的朋友,整理出200多个组合没有被注册的,但无论怎么组合,几个人都不是很满意,最后就开始把选择的范围扩大到已被抢注的域名范围,当时我们的一个股东王珂提出了"千里逢迎、高朋满座"这个概念,而满座的这两个汉字的组合非常好地体现了百度和淘宝的那种深邃的含义,大家一致通过了这个域名。下定决心就开始买了,当时这个域名正好在欧洲的一个网站做交易,我们出了几万的欧元通过打信用卡的方式去买,很意外的是,结果对方不卖,中间的平台商说,持有这个域名的是个中国人,后来我们打了越洋电话才要到了这个中国人的联系方式,真是好事多磨啊。对方是个福建人,还是比较爽快的,当时我们说想拿这个域名做SNS,因为那个时候SNS很热,但也不太好做,对方善意提醒我们,国内有个域名和满座很类似的叫占座网,我们当时就说自己也是中国人,选择了SNS创业是想试试,很辛苦的,能不能便宜点,结果不到10万元就把域名拿下来了。网站上线后做了一周的团购下来发现很成功,当时公司十几个人就在三里屯一家团购合作的餐馆做了次庆功宴,正好在我们旁边也有一桌,是上海一个做打折券的北京分公司的一个行业聚餐会,我就让我们的销售拿着名片过去聊聊,对方一听我们叫满座网,很激动地说,这个名字好,我们天天都想着生意满座呢。确实这个域名给了满座初期很多帮助,很多商家觉得这个名称吉祥,都愿意和我们合作,现在来看,这个域名出500万都买不下来。

一个好的域名对于公司的发展是个非常好的信息的传递,越短越容易记。

(三)"满座"大事记

2010年12月24日到2011年1月13日,满座网与佳品网、百合网、酷六网、搜狐网合作举办的本次"团购优质胜女"活动,首次在全国110个城市的满座分站同时同步上线。只要年满20周岁的消费者,登录www.manzuo.com都可报名参与。所有参赛活动女性候选人将在投票结束后按照得票数量进行排名,



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选出最受欢迎的前十名优质胜女，而投票支持排名前三名优质胜女的满友，将在活动结束后5个工作日内返还满座现金（投票到第一名返3元、第二名2元、第三名1元）。"胜女"具有高学历和高收入，条件优越的大龄女青年的一个新称号，她们被称作"单身派"，特征是3S：Single（单身）、Seventies（大多数生于上世纪七十年代）、Stuck（被卡住了）。有的人说，"胜女"是被男人制造出来的。因为她们独立，有工作，有房子，有车子，普通的男人不敢往旁边站，优秀男人迫于压力不敢放下身段追求。但其实，"胜女"只是秉承着宁缺毋滥的原则在生活。她们只要最好不要凑合。当遇到合适自己的"真命天子"时，她们就会义无反顾地与之结合，共赴爱情天堂。

网友在参与时，点击各自所支持的候选人所在名字下的"抢购"栏目即可完成。本次"优质胜女"投票评选采取网络形式，每个满座账户仅限一次投票机会。活动中排名第一的"优质胜女"即可签约成为满座网"团购人生"活动代言人，将拥有价值20万元的年度合约。活动中排名前十的"优质胜女"将可获得佳品网提供的PRADA、FENDI、GUCCI、D&G等顶级奢侈品。凡参与活动者即可免费获得佳品网50元代金券、百合网"水晶百合三日体验+5颗百合红豆"。

此次团购优质胜女的大型营销活动，无疑是一招一举多得、全面共赢的好棋。

（1）第一轮融资：2010年8月10日，知名团购网站满座网已成功获得来自凯鹏华盈KPCB1,000万美元的首轮融资，力争将品质团购进行到底。

（2）第二轮融资：2011年6月，满座网获得B轮融资，满座网宣布获得凯鹏华盈（KPCB China）和摩根大通超过5,000万美元的B轮融资。新的资金主要集中在全国销售客服体系的建设、市场推广和网站新应用的研发上。谈及国外团购巨头Groupon借力国内最大客户端腾讯公司进入中国市场，冯晓海表示Groupon进入中国没有那么可怕，他们的团队只是一支杂牌军，大家劲不往一处使，还没进来就已经暴露了太多麻烦。就目前的形势分析，并不看好Groupon入华。他们的加入对于满座网来说，只不过是整个团购市场中又多了一个Player而已。

满座网CEO冯晓海，还略显保守低调地对记者表示：满座网年内计划首先开设全国25个一线大城市分站；明年再根据发展情况争取拓展到全国50至100个一二线城市。看来满座网的近期全面爆发，发展速度之快，甚至连业内专家无法预计。满座网此次突然发力、迅猛扩张，一是受到其他"大块头"团购网站同业竞争的巨大压力，只有尽快发展，率先抢占市场，才能取得发展先机；另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外也是投资方和股东们受到满座网近期业绩大幅上扬的鼓舞，预示将可能加大投入，未来获取更大的收益。

2011 年 4 月 21 日，满座网联合银联商务有限公司正式签约成为战略合作伙伴，并联手推出“满易通”产品。

满易通是一款类似于 POS 机的服务终端，使用它的商家可以与满座网服务器进行通讯，打印团购商品的订单编号和用户消费凭条。此款产品主要针对团购过程中“订单验证”环节的缺陷开发。

订单验证是对用户、团购网站及商家都极其重要的环节。目前许多团购商家的网络或电脑没有接入网络环境，通常采用手工来记录订单，有时因订单未能及时录入系统，产生大量的差异订单，导致商家结算错误，用户在消费过程中的使用体验也非常差。“满座网的商家今后可以利用满易通与满座网服务器进行通讯，并实时返回验证处理结果，在不改变用户使用习惯的前提下，快速、实时地完成订单验证，同时，还能够打印消费凭条，为用户提供直观的消费结果”。

作为 2010 年电子商务行业异军突起的一股新力量，团购一经推出便迅速风靡。截至 2010 年 11 月，国内团购网站超过了 1000 家，比 6 月末增长近 10 倍，其火暴程度不亚于当年的社交网站和网页游戏。目前，一线团购网站大多已经吸纳了两轮风投。另外，随着团购“鼻祖”Groupon 进入中国开拓疆土，团购网站已进入“千团大战”时期。如何打好这场战役，满座网 CEO 冯晓海说：“面对团购市场的激烈竞争，满座网更看重用户和商家的团购体验，强调服务的重要性，此次与银联商务的合作仅是一个开始，今后将继续从各种细节入手，不断推出创新服务。”

另悉，满座网今后将采取垂直细分的发展策略，其四个全新垂直频道（化妆品、创意家居、酒店、度假）也将于近期上线。用户将直接通过满座首页导航进入四个频道，通览吃、住、玩、游服务信息。

二、各方观点汇集

（一）《北京商报》（2011 年 9 月 21 日）：满座网 CEO：团购竞争激烈　绝不流血上市

资本冬天论、流量回落论、裁员收缩论笼罩团购行业两个多月，中国团购网站们过得似乎并不轻松。但满座网 CEO 冯晓海在接受记者独家专访时表示，靠建站挖人疯狂扩张的团购时代已经过去，行业到了比拼赢利能力的时候。他



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



透露，满座网目前2/3的站点实现盈利，年底实现盈亏平衡，明年就能在赢利状态下进行IPO。

行业开始追逐利润。“竞争最激烈的时候，有些网站把抽成比例降到只有2%～3%”，冯晓海回忆去年6月团购疯狂入局开始爆发时告诉记者，行业普遍的抽成比例经过了两三次大的变化，为了争夺第一波，商家有过极低抽成比例的竞争，当大网站形成优势变得强势后，抽成比例又拔高到20%，但一年稳定期的发展，目前行业平均抽成比例比10%稍微低一点，“满座网大致维持在这一水平”。

“资本冬天的形成，让大家开始考虑赢利能力的问题”，冯晓海认为，团购网站活下去无非要追求几个第一：最大体型、最大销量、最大流量……“那最根本的呢？商业的最根本属性是什么？”冯晓海反问记者，但又自己做了回答：“我认为是赢利能力，这也是向市场、向投资者最好的交代。”

冯晓海认为，“做最有赢利能力的团购网站”，就是满座网能讲述的最好故事。但“这也不是满座网一家的事情”，行业整体毛利率将显著上升，“我们明年的毛利率目标是15%”。

明年赢利准备上市。“上市是满座网的既定目标，就在明年”，冯晓海透露，大家都在看鼻祖Groupon的表现，根据他获知的讯息，尽管外界有诸多传言，但Groupon上市步伐仍在进行。“表现如何会对中国团购企业产生不小影响”，冯晓海强调，最近有很多同行的上市传闻，满座网不会刻意追求做中国第一个团购上市公司，但会做上市模式最好的中国团购企业。他进一步解释说：“近年，中国互联网企业习惯‘流血上市’（未赢利就上市），团购市场也有这种苗头，但我倾向于赢利上市这种更健康的商业模式。”事实上，冯晓海瞄准赢利上市并已经有所准备。据悉，满座网内部已经将赢利要求提上日常议程，目前已经有40个站点实现赢利（占比2/3），年底实现盈亏平衡，明年完成全公司赢利。

“对比疯狂投放的同行，我们用较少的成本投入得到了级别相当的回报”，冯晓海透露，今年计划继续把站点扩大到80～90个城市，广告投放上也与12580签订了千万级别的广告合同，重点拓展移动互联网端的营销活动。据悉，满座网目前团队规模1500人，有60个地方站点，根据团800的数据统计，月销售额已经多月保持在1亿元以上（目前国内只有7家网站月销售额过亿）。

团购只是阶段性模式。团购业务固然给了冯晓海成功创业的良机，但冯晓海有更深层次的考虑。“满座网不会只盯着团购这两个字”，冯晓海认为，团购只是现阶段最火暴的模式，满座网的最终目标是本地化服务商，除了团购，LBS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等手机端新应用都会尝试。“淘宝最初只是拍卖模式，但现在完全没了当初的影子，满座网最终可能像线上服务类业务的沃尔玛，向用户提供所有本地服务的线上购买机会和优惠机会。”

“当然，提供这样的服务需要积累雄厚的用户基础和商户资源。”冯晓海不认同“团购没有忠实用户”的指责，他透露，满座网注册用户 1,000 万，其中 75% 的用户参与了购买行为。但冯晓海同时坦言，提高国内用户的忠诚度需要行业整体努力，不断提供高品质的服务。“以较为成熟的 B2C 为例，亚马逊重复购买率为 15%，国内普遍状况在 12% 以下。”

（二）《北京商报》（2011 年 12 月 7 日）：团购行业预测行业未来：存活数量不超过 10 家

团购是进入国内市场仅仅两年的新兴业态，也是今年电子商务领域一匹大黑马。记者发现，去年兴起的团购，在今年下半年陷入了发展瓶颈，甚至面临洗牌。明年，这匹黑马去向何方？对此，团购行业“大佬”们有话要说。

1. 竞争加剧　门槛增高

经历了今年的爆发式增长，拉手网 CEO 吴波认为，明年的团购行业将逐渐恢复到平稳发展和理性增长的新阶段。与吴波持同样观点的是满座网 CEO 冯晓海。

冯晓海认为，团购行业明年将呈现健康、持续的增长。“每家团购网站的月增长额会维持在 15% ~30% 之间，这对于一个刚刚进入第 3 年的行业而言，是比较稳健的状态。”

团购行业在经过了上半年的疯狂发展和 9 月、10 月的短暂下滑后，于年底恢复了些许平稳。但在不少团购“大佬”眼中，明年的团购行业并不会延续平静，也不会就此“柳暗花明”。

F 团 CEO 林宁认为，从今年下半年开始，消费者可以明显感受到市场的瞬息万变。“这样的变化应该还将持续。”大众点评网资深副总裁龙伟也认为，虽然千团大战的混乱局面将终结，但行业前 5 名领先者之间的竞争仍会持续。高朋网 COO 欧阳云则认为，团购行业优胜劣汰加剧。“行业资源，将向真正具有持久竞争力的团购企业倾斜，形成很高的行业壁垒。”

2. 社交化与“O2O”模式兴起

在冯晓海看来，社交化与“O2O”是明年团购模式的发展方向。这也是目前



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业内的普遍看法。

“O2O”是英文“ONLINE TO OFFLINE”的缩写，可以理解为一种线上结合线下的电子商务模式。社交化在“O2O”的行业背景下，可简单理解为消费者针对团购活动进行互动。比较普遍的社交化手段是微博营销。目前，美团网、糯米网等不少团购网站也有团购评分等功能，并尝试开拓社交化团购模式。

“团购与社交网络、微博、LBS的广泛融合，将使团购的发展变得更加丰富多彩，生命力更为旺盛。”吴波表示，明年，团购的社交化、本地化和移动化等特性将得到进一步释放。

林宁则认为，在“O2O”方面，团购还有很大发展空间。团购无疑属于“O2O”。但林宁认为，团购只是“O2O”的冰山一角。“本地生活服务业至今没有一家独大的企业，而且传统互联网企业在这个领域不占优势。因此，生活服务业是一片巨大的蓝海。”

3. 存活数量不超过10家

消费者无法记住太多品牌——这一思维特性决定，每一个行业最终只能存在为数不多的几大知名品牌，团购行业也不例外。

不少团购企业高层都曾表示，从今年下半年开始，团购行业正在进行一轮大洗牌。洗牌将在明年上半年结束。洗牌过后，能在行业站稳脚跟的综合类团购网站将不超过10家。

吴波较为乐观地认为，洗牌结束后，最终存活下来的团购企业会有5~10家。林宁给出的数字更少些，只有3~5家。龙伟则悲观地认为，只会有2~3家全国性团购网站将最终胜出。

除了全国性综合型团购网站，细分领域团购网站目前备受关注。在全国性综合型团购网站拼得你死我活的同时，冯晓海认为：“每一个细分领域都可能会成就一家企业。”

4. 上市未到最佳时机

今年年初，资本旋风式进入，带来了团购网站的疯狂扩张；后又旋风式地走了，留下团购网站在原地“黯然神伤”。上市成为团购企业难以实现的一大愿景。对于明年的上市前景，行业似乎都未报过多希望。

“公司上市，每家都有自己的战略，但我认为，现在还不是最好的上市时机。”林宁告诉记者。国内最早一家团购网站满座网也并不急于IPO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"明年上半年并不是团购企业上市的时间窗口。我们会在明年下半年看看市场环境，如果可以的话会考虑在下半年启动 IPO。"冯晓海表示，由于Facebook将于近期上市，而它的上市普遍被看做互联网概念股浪潮过去的一个预示。

（三）DONEWS（2011 年 10 月 21 日）：行业泡沫大　满座50%城市已赢利

10 月 21 日消息 对于团购行业而言，本该收获的金秋十月，却笼罩着寒冬的阴云。无疑，在经历了一年多的野蛮生长后，团购模式真正遇到了第一个十字路口：一边是 Groupon 调整估值后将在下周进行 IPO 路演，一边是数千中小团购网站接连变成僵尸站，一边是拉手、窝窝、高朋、24 券等大幅裁员，一边是满座、美团等深耕细作、谋求突围……团购行业到底怎么了？团购行业的未来在哪里？记者采访了满座网 CEO 冯晓海，就团购行业的热点问题，冯晓海揭露了背后的种种内幕。

针对时下团购行业正在进行的规模性裁员，冯晓海认为，主要因为团购模式太过吸引人，导致泡沫过大，毛利下滑到不到 5%。此外，由于人才争夺导致整体薪酬出现泡沫，收入下降成本上升。

Groupon 将在下周进行 IPO 路演，整体估值约为 100 亿美元至 120 亿。冯晓海称，中国的团购网站一直是有很大机会的，关键看什么样的团队在做，不犯太多的错误，稳步前行的企业会有更大的机会。中国的团购网站的之前的做法太激进，出来混迟早要还的。

冯晓海表示，风投依然认为本地服务存在很大的机会，团购的模式还是非常不错的，资本之所以现在出手谨慎，是考虑到这个行业泡沫太明显，需要有挤泡沫的过程。

此外，冯晓海透露，满座已经在 50% 的城市实现赢利，既定的 12 月份实现赢利的目标可能提前到达。

记者：拉手、窝窝、高朋、团宝等时下正在进行规模性的裁员，满座网目前是什么样的状况呢？

冯晓海：其实团购是一个非常好的商业模式，对于商家，一方面，商家通过团购能提前预测某些原材料的进货量，这样他就能从上游享受到原材料集采的优势，降低了成本，另一方面，通过团购的营销平台，把自己的品牌特色定向推送给感兴趣的，组合可多样，定价可多样，把库存、空位拿出来摊薄成本，商家当



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然是乐意做团购的;对于消费者,面对庞杂、铺天盖地的广告,他们容易迷失自己的需求,如何把消费者的消费需求挖掘出来,给消费者推送他们感兴趣的本地精品服务,同时通过团购这样的形式把商家的广告转化成让利,给到消费者,消费者自然也更乐意接受。而团购网站作为一个中间平台,做好两端的需求,是它的本职工作,也是他的价值所在。

但前期由于这个模式太过吸引人,导致行业泡沫过大,一些团购网站拿到资金后疯狂包销、贴补、砸广告,这些行为改变了团购这个模式的美妙,结果导致整个行业毛利严重下滑,从最开始的20%下滑到了不到5%,同时由于人才的争夺,导致整体薪酬出现明显的泡沫,收入下降成本上升,这个是团购行业的现状。

满座早在半年前就看到了这个畸形的发展是不能长久的,所以采取"你打你的,我打我的"的策略,城市扩张保持积极但不激进,不跟风讲创新,明确定位白领用户群,产品选择上讲究精品路线,运营采取精耕细作。

当然,我们也犯了一些错误,比如,在市场疯狂扩张时也没有忍住开了一些市场潜力差的城市,所以我们在最近几个月,也关停了一些市场不太理想的三线站点,大概有十个左右的站点。经过几个月的精耕细作,公司在年底前实现赢利的目标可能提前完成。同时,通过我们对用户体验的重视,满座品牌正在商家、消费者中形成良好的信任,这个良好的口碑是非常难得的。

记者:消息称 Groupon 将在下周进行 IPO 路演,将融资 5 亿美元,而公司整体估值约为 100 亿美元至 120 亿。您觉得中国团购会因此而重焕生机吗?

冯晓海:中国的团购网站一直是有很大机会的,因为我们的竞争环境更恶劣,所以我们的创新也更多;同时我们的消费市场还是处在萌芽阶段,需要更多服务平台来为商家、消费者服务。当然,是否有机会关键看什么样的团队在做,不犯太多的错误,稳步前行的企业会有更大的机会。中国的团购网站之前的做法太激进,出来混迟早要还的,没有精细化运作意识的团购网站势必会在后面为此付出代价,可能排行前十的团购网站会有不止一家倒掉,但生下来的企业将迎来更大的发展。

记者:此前您提过现在满座网有了"弯道超车"的大好时机,并率先进行逐步赢利的动作,满座网开始赢利了吗?

冯晓海:满座已经在 50% 的城市实现赢利,既定的 12 月份实现赢利的目标可能提前到达。

记者:现在的风投对团购市场怎么看?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冯晓海：风险投资首先认为本地服务存在很大的机会，团购的模式还是非常不错的，资本之所以现在出手谨慎，是考虑到这个行业泡沫太明显，需要有一个挤泡沫的过程。资本永远不会雪中送炭，永远是打兴奋剂的角色，现在是团购行业的瓶颈期，谁能突破这个瓶颈谁能就能迎来新的大发展。

记者：有某些团购网站正在筹备上市，是不是资金链断裂前的最后一搏？若上市失败，它们的走向是什么？

冯晓海：这个不好评论。

本书点评

团购的疯狂还在继续。不过，对于简单拷贝 Groupon 模式的大多数中小团购网来说，目前面临的不是发展而是如何生存的问题，恶性竞争透支了行业发展前景。大的团购网站有风格迥异的两种代表，一个阵营是拉手、窝窝这种激进型的，另一阵营是满座、美团这种稳健型的，中国太多的企业急功近利，期望通过融资，1 年就成为上市公司是不现实的。运营的目的是为本地服务商提供营销服务的平台，而本地服务业在中国本身就存在很多需要改进的地方，无论是 IT 建设还是服务体系，有大量的工作需要做。无论是否处在风口浪尖，企业都要脚踏实地、坚定不移地去考虑如何帮助商家增收，如何提高行业的运营效率。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七十七章 网上鞋城乐淘

一、案情介绍

(一)公司简介

乐淘网(Letao,口号:我的鞋柜,我的乐淘)是中国主要的运动鞋、皮鞋网络零售网站,聚焦在垂直的鞋及其相关商品领域深耕。乐淘网上鞋城由原百度市场总监,总裁助理毕胜先生于2008年5月份创办,联创策源基金(Ceyuan Ventures)投资金山集团副董事长雷军先生出任董事。截至2009年12月31日,乐淘注册会员超过40万人,主要购买人群来自北京、上海、广东、浙江、江苏等电子商务影响力最深广的省市。

乐淘凭借雄厚的资金实力和在电子商务业界的诚信积累,与Nike、Adidas、Converse、New Balance等国际大牌深度合作。保证了产品与专卖店同步更新,让客户不出家门能最快速度买到当季新款名牌鞋。乐淘网上鞋城坚持直营,减少中间环节,让利给用户,因此所有产品价格均低于传统销售渠道。

乐淘网上鞋城随时为用户提供顾问式呼叫中心服务。通过电话、留言等多种形式,随时为用户解答购物中遇到的各种问题,让每位光临乐淘的用户都拥有宾至如归的感觉。

乐淘网上鞋城使用国内最好的物流公司进行配送,考虑的是最快最好把鞋子送到用户手里。为用户提供快速、高效的配送服务,完整的包装,温馨、体贴的细节为用户考虑。

艾瑞咨询发布2011年3月中国垂直B2C鞋类网站访问排行榜,该榜单从"日均覆盖人数"、"月度总访问次数"两个指标对鞋类B2C网站进行评价排名。值得注意的是,在众多鞋类B2C网站中,乐淘网的上述两个指标均遥遥领先。

表77-1为2011年3月,日均覆盖人数鞋类B2C网站排名("日均覆盖人数"用以体现网站的用户普及率)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 77－1　2011 年 3 月日均覆盖人数鞋类 B2C 网站排名

排名	网站	域名	日均覆盖人数(万人)
1	乐淘网	letao. com	49.0
2	好乐买	okbuy. com	23.7
3	酷运动	k121. com	11.5
4	拍鞋网	paixie. net	7.0
5	名鞋库	s. cn	6.1
6	淘秀网	topshoes. cn	4.6
7	淘鞋网	taoxie. cn	4.0
8	西街网	xijie. com	2.7
9	奥迅运动城	buy007. com	1.7
10	购鞋网	gouxie. com	1.5

图 77－2 为 2011 年 3 月，月度总访问次数鞋类 B2C 排名（“月度总访问次数”表明用户对网站的认知及忠诚度）

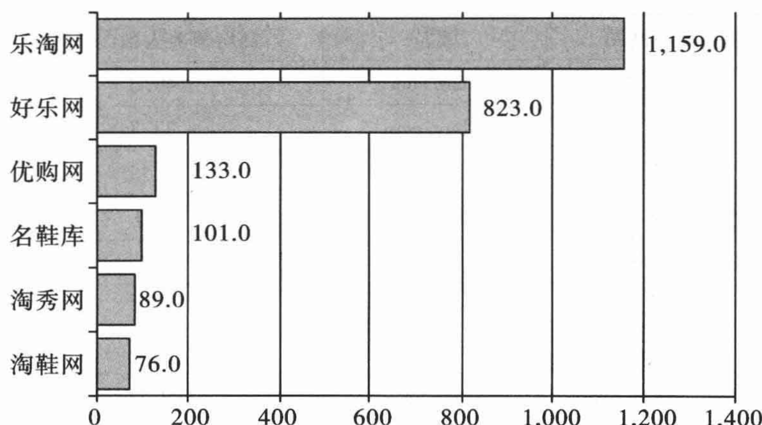
表 77－2　2011 年 3 月月度总访问次数鞋类 B2C 排名

排名	网站	域名	月度总访问次数(万次)
1	乐淘网	letao. com	1,724.0
2	好乐买	okbuy. com	810.0
3	拍鞋网	paixie. net	278.4
4	名鞋库	s. cn	192.0
5	淘鞋网	taoxie. cn	133.2
6	淘秀网	topshoes. cn	132.0
7	西街网	xijie. com	116.0
8	奥迅运动城	buy007. com	56.0
9	酷运动	k121. com	50.0
10	购鞋网	gouxie. com	28.1

易观国际发布了《2011 年 7 月鞋类 B2C 流量报告》，乐淘不出意外地摘取冠军。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据说明：以上数据通过对 Enfopanel 样本库中 54,279 名长期付费用户样本的互联网访问行为持续监测获得。

图 77－1 易观国际"2011 年 7 月中国鞋类 B2C 网站阅读 UV"数据

（二）乐淘大事记

2008 年 5 月，乐淘成立，同时获得第一笔风险投资。

2008 年 6 月，乐淘网上线测试，主攻玩具市场，同时与 Disney 合作，引进正版玩具"机器人瓦力"系列。

2008 年 7 月，乐淘与腾讯、新浪、百度、金山等多家拥有强势互联网资源的公司合作，正式推广乐淘网。

2008 年 8 月，乐淘建立广州办事处与广州仓库。

2008 年 12 月，乐淘荣获 2008 年度"消费者喜爱的网站 TOP100"荣誉。

2009 年 2 月，乐淘决定新增鞋类项目，开始筹备货源和新网站。

2009 年 5 月，乐淘鞋类网站开始内测。

2009 年 8 月 18 日，乐淘鞋类网站正式上线运营。

2009 年 12 月，乐淘再次荣获 2009 年度"消费者喜爱的网站 TOP100"荣誉。

2010 年 1 月 1 日，乐淘将鞋品类网站和玩具网站同步合并，业务上取消玩具业务，域名统一为乐淘，并宣布只深耕鞋类商品。

2010 年 5 月，乐淘完善北京、上海、广州、武汉、沈阳 5 地仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年 6 月，乐淘发布第二轮融资消息，美国老虎基金、德同资本注资乐淘 1,000 万美元。

2010 年 7 月，乐淘与百度联合推出《2010 年 Q2 运动服饰报告 》。

2010 年 12 月，乐淘日均订单突破 3000 单，2010 年乐淘销售额达到 1 亿元人民币。

2010 年 12 月，乐淘在 2010 年度荣获：支付宝“我最喜爱的购物网站”荣誉、华夏时报第四届 CEO 高峰论坛“十大成长性企业”荣誉、DONEWS 网站“互联网行业最佳口碑企业”荣誉、《周末画报》“品牌至酷成长”奖。

2011 年 1 月，乐淘发布第三轮融资消息，联创策源、老虎基金、德同资本共同注资乐淘 3,000 万美元。

2011 年 3 月，艾瑞发布中国 B2C 订单转化率排名榜，乐淘排名第十，乐淘正式进入中国 B2C 第一阵营；乐淘乔迁新居，总部搬到北京市中心王府井澳门中心办公。

2011 年 4 月，艾瑞发布中国鞋类 B2C 流量排行，乐淘排名第一；乐淘发布 2.0 版安卓客户端，至此，乐淘在 iPhone、android、symbian 客户端和 WAP 站上的移动布局全面完成。

2011 年 5 月，乐淘上海、广州、北京 3 地仓库分别扩建成 1 万平方米大仓，单仓库容量 50 万双鞋子，总容量过百万双鞋子，日均订单量过万。稳居鞋业线上零售第一。

2011 年 6 月 1 日 ，乐淘宣布成立“乐淘小脚丫”基金，并在儿童节当天在百度首页登出广告，联合百度为贫困山区的赤足儿童捐赠 61000 双鞋子，引起巨大反响。

2011 年 6 月 15 日，乐淘发布潮鞋战略，联合“愤怒的小鸟”(Angry Birds)官方推出潮鞋，至此乐淘已经与全球最流行的手机游戏全部合作。

2011 年 7 月，乐淘潮鞋受到谢霆锋、古天乐等潮人追捧。

2011 年 7 月，乐淘 Iphone andriod symbian 客户端第一版全面推出，正式涉足移动电子商务市场。

2011 年 7 月，乐淘与亚洲潮流杂志《Milk》合作推出 Reklim 品牌潮鞋，加上之前发布的娱乐明星苏醒鞋款，乐淘逐渐形成潮鞋系列。

2011 年 8 月，乐淘即将迎来转型后的第二个周年庆典。

2011 年 8 月 18 日，乐淘三周年店庆，818 名社会名流齐贺，同时创下日三万



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



双的销售记录。

2012 年 1 月 9 日，对外公布已经获得 3,000 万美元的第四轮融资。

（三）四轮融资

（1）2008 年 5 月，乐淘成立，同时获得第一笔风险投资。

（2）2010 年 6 月，乐淘发布第二轮融资消息，美国老虎基金、德同资本注资乐淘 1,000 万美元。

（3）2011 年 1 月，乐淘发布第三轮融资消息，联创策源、老虎基金、德同资本共同注资乐淘 3,000 万美元。

（4）2012 年 1 月 9 日对外公布已经获得 3,000 万美元的第四轮融资。

二、各方观点汇集

（一）《第一财经周刊》（2010 年 7 月 12 日）：乐淘曾靠联创策源基金的 200 万美元创业

2005 年，曾任百度公司市场总监的毕胜离职，在休息了一段时间后，他又按捺不住做事的欲望，而究竟要做什么？他感觉到细分的 B2C 网站会是个不错的选择。当时，作为朋友，金山公司前 CEO 雷军则建议毕胜去卖玩具。于是，2008 年 5 月，毕胜拿着联创策源基金的 200 万美元正式创业了。

可是，毕胜的复出首战即失败。玩具市场没有想象中那么前景广阔，大多数的家长更愿意出钱给孩子报个辅导班而不是买玩具。同时，盗版玩具的存在也使这个市场“劣币驱逐良币”。比如，乐淘曾准备代理周星驰电影《长江 7 号》中“七仔”的玩具，正品的价格高达 700 元，但相似的玩具在地摊上只要几十元。“这个生意要怎么做?”运营了 7 个月左右的时间，乐淘的玩具销售仍然不见起色。毕胜的团队开始考虑转型，他们做市场调研，分析消费者的需求，找零售企业的人聊天，最后确定了做鞋子。2008 年年底，已经消耗将近 80 万美元的乐淘停止了玩具销售，正式进入了卖鞋的筹备阶段。

这次的转型耗费了毕胜将近 9 个月的时间，在此期间，乐淘没有任何收入，只能依靠烧投资人的钱过活。过意不去的毕胜向投资人许诺，如果最后亏光就自己掏钱补上。不知道是这句话起了效果，还是看重乐淘的潜质，投资人没有给毕胜更多的压力。

转型着实艰难，其中最麻烦的在于和品牌商们谈合作。毕胜的想法是，乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

淘不仅仅是提供一个互联网的平台，而是从给产品拍照、登录信息、包装、售后、退货都是乐淘负责。这种方式更能增强渠道的核心竞争力，也会让品牌对它有更大的依赖。

比起传统渠道，例如，商场专柜、折扣店和专卖店，B2C 网站在品牌商那里并没有更多的议价能力，只是前者租金和人员的成本更高，而网站能压缩这些成本，在同样的进货价格下给消费者更低的价格。“品牌商自己定价，价格体系弄乱是他们自己的事情。”毕胜说。他的原则是只要确定品牌有 30% 的毛利，就可以签合同进行销售。

由于乐淘本身不买货，所以对流动资金的要求不高，有些品牌商也愿意将货物收取少量的定金放在乐淘的仓库里。在毕胜看来，乐淘更像是一个商场，而不是某个品牌的经销商之一。刚开始，毕胜在和这些品牌商们讲他的想法时，很少有人能明白，他们多数的疑问在于，“既然你说得那么好，为什么我不自己做?”毕胜给出的解释是：乐淘更了解 B2C 市场。经过不懈的努力和 B2C 市场逐渐红火，在乐淘上销售的品牌从最初的 5 个到如今的 39 个，“玖熙最近找到我们谈合作，另外还有几十家在等着拍照呢。”毕胜颇为自豪。

虽然要从头开始，但是乐淘并不需要重建每一个环节。原来做玩具时开发的后台系统和仓储设施还可以继续使用。乐淘 10 人的技术团队负责整个仓储配送的流程设计，这个改了 N 次的系统至今仍然是 1.0 版本。由于具有一定的技术门槛，毕胜认为这将成为公司未来发展的优势之一。除了帮助管理员更快地找到货物之外，这个系统还要负责协调消费者的退货，供货商的补货，卖不掉的鞋品换货等一系列的操作。

在完成了这些筹备工作之后，2009 年 5 月，乐淘进行内部测试。9 月，网站正式上线。在最初的几个月里，乐淘根本没有市场团队，媒体对于毕胜的关注成了乐淘最直接的广告。作为百度的原总裁助理、市场总监，毕胜对于互联网广告想得很明白：就是不投。根据他之前的测算，互联网广告点击购买的转化率在 0.3%。即使是百度竞价排名，每个点击的成本也在 1 元左右，对于每单价格在 300 元左右的鞋子来说，利润在包装费、物流费、仓储费之后所剩无几，投广告根本不划算。这样做的代价是乐淘的销售额增长没有其他 B2C 网站来得那么快。

不过，毕胜并不着急，这位一贯的急性子在这个时候很沉得住气。乐淘更愿意通过与其他相关企业合作来进行推广，像是为移动公司的抽奖活动提供优



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



惠券，在交通银行开卡时附赠抵扣券，乐淘的优惠券是这些公司回馈消费者的一种手段。这样的推广活动几乎没有什么成本，但是相比广告却能带来更为实际的关注和销售，现在由这些推广活动带来的销售额占到了乐淘销售额的一半。

毕胜认为良好的购物体验会让消费者为乐淘做推广。只不过，口碑营销的效果很难衡量和预判。反观竞争对手"好乐买"就通过在门户网站的大量广告，获得了更多消费者的认知和关注。

由于提供免送货费，物流费用成了乐淘最耗钱的地方，发出去的每一单，乐淘都要补贴给物流公司 10 元左右。即使这样，乐淘也没有自建物流的打算，他们更愿意投资在仓储设施上。2010 年 6 月 8 日，乐淘拿到老虎基金和德同资本 1,000 万美金的融资。三个星期之后，上海、广州、武汉、沈阳的仓储配送中心已经相继建完。加上北京丰台区 2000 平方米的仓库，乐淘初步完成了供应链的搭建。

对于互联网公司，人才的流失是个大问题，刚成立的小公司尤其如此。除了可能存在的人格魅力之外，毕胜的筹码是公司期权，就和当年的百度一样，包括前台在内，每个员工都有股权。每个月，毕胜都要审批员工们制定的任务额度，如果完成，就会适当地增加股票数量。公司的宣传栏上还挂着大家的照片和各自对于未来的豪言壮语。毕胜认为，所谓荣辱与共，就是这个道理。

毕胜的办公室门口有员工们给他贴上的"一哥"。这位"一哥"每天工作将近 16 个小时，时常处在兴奋状态。在这个竞争激烈的市场里，只有尽快了解市场和对手的信息，才能对未来有所准备。每个月公司四位元老级创始人加上各个部门的负责人都要开一次时间跨度在 24 小时以上的会，"最猛的一次开了 48 个小时"。结果就是，所有与会者都趴下了，只有毕胜还在很 high 地讲着近期情况。

(二)《南方日报》(2010 年 6 月 15 日)：乐淘网获千万美元风投

网上鞋城乐淘网(letao. com)宣布获得千万美元的第二轮融资，投资方为美国老虎基金和美国德同资本。对于融资金额及出让的股份比例，乐淘网仅透露融资金额是"千万美元"，其他细节，如具体金额、出让股份比例、新的董事会架构、有无对赌协议等，均未对外披露。

据了解，乐淘网于 2008 年 5 月，由百度原市场总监毕胜、联创策源投资创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办，并由原金山软件CEO雷军出任董事。目前，乐淘网专营鞋类的B2C业务，平均日签单超过1,000笔，日销售超过30万元，已是国内最大在线网络鞋类销售商家之一。

乐淘网CEO毕胜介绍，今年4月他向好友及投资机构发出投资邀请，包括老虎基金、百度投资、德丰杰、德同资本、高原资本、美国光速资本等。结果收到的回应出乎意料地快，“从发出邀请到接触、谈判、尽职调查、签订协议及资金到账，整个过程不到三周。”毕胜称，相对业界一般3～6个月的融资周期，乐淘此次融资过程堪称“闪投”。至于此次融资的用途，毕胜表示将会主要用于服务，“乐淘将把资金主要用在物流中心、客服中心、软件研发等方面。其中，乐淘将在华北、华东、华中、珠三角等地同步建设四到五个物流中心。这会是很大一笔支出。在某种程度上，赢得了用户，也就赢得了一切。这是一场没有终点的挑战。”毕胜说，目前乐淘利润率在30%左右，预计到明年年中将初步实现赢利。

（三）《南方晚报》（2011年1月6日）：乐淘2亿融资到账继续奉行低价策略

2011年元旦刚过，中国最大的网上鞋城乐淘在北京正式宣布：第三轮融资已经全部到账，总金额2亿人民币，投资方全部为乐淘的老股东，乐淘第一轮投资人策源基金继续坚定不移地追投，第二轮领投德同资本也宣布跟进，而乐淘第二轮投资人全球最大的对冲基金之一老虎基金此次领衔乐淘第三轮融资。这也是资金投入持续高热的电子商务行业在2011年正式宣布的第一笔融资。

乐淘网上鞋城（letao.com）副总裁陈虎向记者透露，乐淘去年6月获得第二轮融资之后，订单量稳定增长，每一季度均比上一季增长50%以上，目前乐淘鞋城在售品牌70个，有7,000多款鞋子。商品越来越齐全，业绩良性增长，这半年来国际顶级的风险投资商不断和乐淘接触洽谈，想在乐淘第三轮融资中参与进来。乐淘本来就打算在2011年这个中国电子商务竞争最剧烈的一年做好充分的资金准备，所以事隔半年之后完成第三轮融资可谓一拍即合、水到渠成。

由于乐淘采用了乐淘独有的代销模式，全部商品不仅都在乐淘的北京、上海、广州、武汉、沈阳5地分仓中，而且都是供货商以代销方式供应乐淘，乐淘的供应链上游端真正实现轻量化，不占压乐淘的运营资金。这使得乐淘即使充分预估了2011年电子商务市场剧烈的竞争程度之后，所需再次融资的资金需求也没有超出2亿元人民币。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业界人士分析，老虎基金在B2C的投资轨迹，从十年前投资当当、卓越，到近年的京东、凡客、乐淘，老虎基金似乎专注于在垂直B2C中的领军企业。这也是乐淘能在半年之内，再次获得老虎基金巨额投资的原因。

在获得新一轮融资后，乐淘的运营策略会不会改变？乐淘运营副总裁陈虎认为，乐淘不会打价格战，只是顺应网购的规律奉行低价策略。价格战是比行业价格低太多的价格水平，乐淘只是在比价中做到全网最低价，并不会恶意打乱行业秩序。长期以低于进价发起价格战，乐淘是不会干的。

（四）21世纪报（2012年1月9日）：乐淘第四轮融资3000万美元

2012年1月9日，知名鞋类B2C网站乐淘向本报独家透露消息，其已经获得3,000万美元的第四轮融资。

"有了这笔融资，乐淘即便不赢利，也能够存活三四年。"乐淘副总裁陈虎表示，这笔融资让乐淘备足了粮草。对于最吝啬"雪中送炭"的风险投资商来说，此时投向乐淘并不是一个轻松的决定。乐淘CEO毕胜坦言，在回答投资人最关心的赢利问题的时候，其向各路投资人做出了"乐淘朝赢利做预算和业务结构转型"的承诺。

事实上，2012年的鞋类B2C行业仍处在很大的不确定之中，百丽旗下优购的加入，使得原本乐淘、好乐买的二强相争，变成了三国演义。如若再加上在淘宝上闷声做大的名鞋库，这场战争将更为激烈。

"获得这几千万美元的融资之后，如果像2011年下半年已经控制营销的成本计算，即便不赢利，也能够存活三四年。"陈虎说。

从2011年11月起，乐淘CEO毕胜就在寻求新一轮的融资。虽然乐淘账上还有不少现金，但不像"傍上"腾讯的好乐买，以及背靠百丽的优购那样不差钱，仍然需要备足粮草。

这是乐淘的第四轮融资。据陈虎透露，前三轮的投资方，诸如策源基金、德同资本、老虎基金等都纷纷跟投，领投方目前不方便透露。这次融资在去年圣诞节前敲定。

在整个电商环境不佳的情况下，拿到这个融资的过程并不容易。近两个月，乐淘CEO毕胜向各个投资人不断讲述，乐淘将向鞋子要"利润"的故事。

目前，整个鞋类B2C都未赢利，各项成本居高不下。鞋类B2C的毛利率大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约在20%～30%，其中，物流成本占整个鞋类B2C客单价的10%，营销成本占客单价的30%（疯狂时，甚至达到了50%）。扣除高额的营销推广、仓储物流等成本，再刨去人力支出，以及10%的物流费用，每个鞋类B2C都在"卖血式运营"。

"投资人并没有要求我们2012年就赢利，但2012年，乐淘会朝赢利做预算，并进行业务结构转型。"陈虎表示，所有的鞋类B2C都到了这个时候。

"从前两年的竞争中，我们发现，整个行业都没有触摸到鞋类B2C的规模赢利点，并且随着营销推广、人力成本的上升，这个规模赢利点将越来越高。"陈虎觉得，在中国竞争激烈的电商环境下，垂直类B2C厂商盲目追求规模无疑于让自己死得更快。

实际上，自2011年下半年起，鞋类B2C就开始收紧自己的营销预算，这让它们的UV流量呈逐渐下降趋势，排名也逐步下降。

"虽然乐淘已经缩减了营销推广的预算，但是物流、采购成本并不会降低。整体上能否赢利，还得看毛利润率能否上去?"派代网分析师李成东认为，2012年，鞋类B2C的竞争不会放缓，赢利很难，顶多盈亏平衡。

"赢利对我们来说并不是难事。"陈虎表示，2012年，乐淘将从缩减广告成本、增加市场合作拓展、增加自有品牌的毛利等方式突围，同时也将增加对移动终端的市场投入，通过增加来自移动终端的流量等多方面进行业务转型。

据记者多方了解的信息，目前，在整个鞋类B2C中，厂商品牌鞋的毛利率接近30%，自有品牌的毛利率在50%以上。

"这其中不仅有20%的毛利差，并且，自有品牌有定价权。"陈虎告诉记者，乐淘从之前热销的小鸟鞋中尝到了不少甜头。目前，乐淘的自有品牌约占整体鞋类的10%，未来会逐步提高比例。

2012年，鞋类B2C的竞争开始分化，在寻求赢利与规模之上，这三家企业开始转向了不同的路口，目前，好乐买、优购还是追求做大规模，乐淘则开始"向鞋子要利润"。

刚进入市场半年的优购还处于攻城略地的阶段。"2012年，我们不会受资本环境与竞争对手的影响。"优购网CMO徐雷告诉记者，2011年，是优购的试运营阶段。2012年，优购将在货品、供应链、物流、推广等方面全面发力。

好乐买不仅做大规模，还花大力气来自建物流。与京东、凡客的平台模式不同，好乐买不是按照成熟的物流方式，而是采取对业务销售有帮助的方式来



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自建物流。"目前，物流的投入比较大，效果还没有显现出来。"贾鹏雷认为。

"2012 年，我们将回归零售企业，关注点集中在'做货'。"陈虎告诉记者，乐淘会加强与品牌商的合作，拓展更多的货源。

"其实有很多公开的市场渠道可以相互低成本使用。"陈虎举例道，可以与各大电商互换位置、资源，进行同业合作；还可以和软件、银行、运营商等企业合作。比如，软件厂商希望收费来获得一定营收，但用户往往没有付费习惯，而电商的用户是付费用户，双方就有共同点。

淘宝商城等平台也是乐淘看中的。2011 年 9 月，乐淘等 38 家独立 B2C 进入淘宝商城。目前，去年 12 月才调整完系统的乐淘，在当月的销售额是几十万元，虽然这个数字在乐淘整体销售额的比例只是"毛毛雨"，但是在陈虎的眼中，这些大的平台能带来很大的流量，前景不错。

（五）亿邦动力网（2012 年 1 月 12 日）：乐淘估值缩水：融资 1500 万　晨兴创投借道跟投

1 月 12 日消息，业内接近投资的人士向亿邦动力网透露，鞋类 B2C 乐淘网刚刚获得的第四轮融资，融资金额并非此前乐淘对外公布的 3,000 万美元，真实数据只有 1500 万美元，此轮融资中乐淘网总体估值较上一轮估值严重缩水。

该人士对亿邦动力网表示，2010 年及 2011 年上半年，电商投资大热，产业估值一度以上一年营业额的 7 倍 PE 来估算。但 2011 年下半年，整个资本市场受国内外影响遇冷，产业投资只以当前营业额的 1 ~ 2 倍 PE 来估值。

根据乐淘网公开数据，2011 年乐淘网营业额超 4 亿。但据一位产业分析师称，电商产业营业额普遍掺水，一般对外公布营业额除以 3 的数据接近真实营业额。

"乐淘网 2011 年营业额估计 2 个多亿，上半年非常好，下半年问题较多。按照 2 个多亿的营业额，第四轮融资乐淘的估值只有 8,000 万美元，而去年同期，乐淘的估值在 2.5 亿美元。"上述分析人士称。

与乐淘网关系接近的电商界知名人士向亿邦动力网透露，鞋类 B2C 乐淘网刚刚获得的第四轮融资由现任小米科技 CEO 雷军主导促成。

这位人士称，乐淘网刚刚完成的第四轮融资，"雷军起了很大的作用，而投资的关系也未必是纯投资原因"。这位人士透露称，投资金额并不像乐淘网公布的 3,000 万美元那么多，"适当夸张投资金额是业内惯例"，而"投资金额较小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原因，主要是资本市场对乐淘网的估值较上一轮缩水严重"。

有业内人士在评论中回复"要感恩贵人"，暗指雷军对乐淘网此轮融资中的帮助。此前，乐淘网 CEO 毕胜在多次采访中提到，当初创业做乐淘网就是受雷军指引。雷军是乐淘网最初的投资人，并兼任乐淘网董事。

据这位人士透露，从 2011 年下半年开始，乐淘网 CEO 毕胜就一直在寻找融资，业界一度盛传"乐淘拖欠营销款，毕胜疯狂找投资"。与此同时，雷军也在积极帮助乐淘寻找投资方，并说服投资人投资乐淘。

电商业不愿透露姓名的人士向亿邦动力网透露，在乐淘网刚刚获得的第四轮融资中，未透露的新加入投资方为晨兴创投。

据这位接近乐淘网的人士透露，乐淘网前三轮投资方策源基金和德同资本在第四轮投资中为跟投角色，三者投资额度相近。

此前，乐淘网对外公布 2011 年圣诞节前敲定第四轮融资，总融资额 3,000 万美元。

亿邦动力网多方了解，获知此次第四轮投资方为晨兴创投、策源基金、德同资本，其中晨兴创投为新进入资本。

资料显示，2011 年晨兴创投主要投资了尚品网和小米科技两家企业，与乐淘网重要投资人雷军关系密切。

亿邦动力网发现，晨兴创投主要关注新技术、媒体、通讯和生命科技项目，曾先后投资奢侈品网站尚品网、易到用车网、凤凰新媒体、小米科技等。其中小米科技为雷军创业项目，业内人士分析，此次晨兴创投能够投资乐淘，雷军的作用举足轻重。

晨兴创投的投资风格较看重赢利。此前，晨兴创投副总裁赖晓凌公开称，投资标准首先是项目要简单能赢利，其次"麻雀最小，五脏俱全"，既能树立自己的生态链，即固若金汤的"护城河"，并能借此让项目逐渐走向正循环。

而在完成第四轮融资后，乐淘网副总裁陈虎也公开表示，第四轮"投资人并没有要求我们 2012 年就赢利，但 2012 年，乐淘会朝赢利做预算，并进行业务结构转型。"

一位不愿透露姓名的产业观察家分析，乐淘网结构调整，"朝赢利做预算"与此轮投资方的要求不无关系。该观察家称，虽然此前陈虎表示"赢利对乐淘来说并不是难事"，但乐淘网在 2012 年如果放弃规模化目标，以赢利为目标，势必将遭遇好乐买、优购、名鞋库、西街网等产业强势竞争者的强势狙击。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目前，在鞋类B2C中，好乐买在2011年的营业额已近7亿，在获得腾讯6,000万美金融资后，好乐买正在大力自建物流，以图拉高产业竞争壁垒。而百丽旗下优购网2011年6月底上线以来，上升速度强势，日均订单已达3000单，峰值时约为5000单。西街网获首轮8,000万人民币投资后，重点搭建基于供应链上游的分布式仓储，以期从供应链树立产业壁垒。这位观察家对亿邦动力网表示，“整个鞋类B2C的竞争门槛已经相当高，在此时喊出赢利目标，会对产业竞争方式和速度形成一定影响。”

本书点评

“从发出邀请到接触、谈判、尽职调查、签订协议及资金到账，整个过程不到三周。”相对业界一般3~6个月的融资周期，乐淘此次融资过程堪称“闪投”。在目前的现状下，是否“闪投”不是关键，关键是垂直B2C能否在第一时间内做大做强。乐淘将把资金主要用在物流中心、客服中心、软件研发等方面。其中，乐淘将在华北、华东、华中、珠三角等地同步建设四到五个物流中心。这会是很大一笔支出。在某种程度上，赢得了用户，也就赢得了一切。这是一场没有终点的挑战。有预测称，2010年整个中国的B2C网站会增加1万家以上，泡沫的成分不可避免。任何B2C都是不进则退，一不小心，就有可能像千寻网一样被低价收购，或者如番茄树、PPG一样轰轰烈烈地崛起，戛然而止地倒下。现在是泡沫年代，乐淘也许是泡沫，也许会沉淀下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七十八章 污水处理企业安洁士获经纬等1000万美元融资

一、案情介绍

(一)公司简介

安洁士石油技术(上海)有限公司总部位于上海张江高科园区,是一家专业的油田环保技术服务公司。是具有核心竞争力的、充满活力的、持续快速发展的高新技术企业,是国有油田服务力量的有益补充。

公司业务涵盖油田各类型的污水处理,特别专注于油田钻井泥浆、油田压裂返排液和三元复合驱采油废水处理。拥有对各类型污水处理的专项技术和成套设备,拥有自主知识产权,形成了以方案设计、工程和设备安装调试和污水处理整体解决方案等技术服务的一站式服务能力。

公司拥有实力雄厚的技术研发队伍,并与国内外著名科研机构合作,与国际著名的奥地利 Perfection Automatic(贝加莱 B&R)公司合作研究水处理自动化设备技术,与中国科学院长春应用化学研究所合作成立了石油化学品研发中心,取得了多项国内领先的油田污水处理专项技术,与北京石油大学、大庆石油学院等石油专业院校建立了紧密的科研合作关系。公司的技术研发能力始终处于国内领先水平,并且国家环保产品质量监督检验中心的检测认定,同时获得了多项技术专利及国家创新基金支持。

公司已经与大庆油田、吉林油田等国内重大油田进行了紧密合作,建立了遍布华北的市场营销网络。在产油区建立了现场服务基地,形成了客户需求快速响应和迅速服务的机制和能力。

公司获得了经纬中国基金、盈峰创投和德丰杰创投的联合投资,三家享誉业内的风险投资的注资,为公司未来的发展提供了强有力的资金保障。

公司建立了完善的内控体系和质量控制体系,通过了 ISO9000 质量体系认证,公司将秉持“油田环保技术先行者”的理念,为做到能源与环保和谐共存,集



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中优势资源做出特色、做出优势，竭诚为客户节约成本、节能环保，力争成为中国领先的油田环保技术服务公司。

(二)发展历程

2010 年 2 月 11 日离春节还有两天，大庆油田，气温 -20℃左右，一尺来厚积雪。6000 平方公里范围内，成队列式的有杆泵采油机似欧洲中世纪军团作战的士兵，整齐划一地做着驴头上下往复运动。

一辆挂着“吉”字车牌的黑色奥迪轿车轧着带冰碴的积雪，缓缓地在油田间的路面上穿行。车上坐着三个男子——安洁士石油技术(上海)有限公司(简称安洁士)董事长何文意、技术总裁李松棠和经纬中国合伙人方元，他们时不时会从车上下来，裹紧上衣，四处张望。几个小时后，他们返回大庆市，在人民大道路边一间破旧的面馆里，各点了一份 3 元的面条，大口地吞咽着。

代表投资方的方元边吃面条边看着刚从油田现场拿到的测试数据。他心里十分清楚，安洁士是国内第一家将压裂废水中 COD(化学含氧量)降到 60 以下并成功实现工业化的企业，由此便可率先闯入一个百亿元规模的市场。

何文意告诉《环球企业家》，压裂废水因刺激气味大，降解难度高，是石油天然气开采企业主要污染源，对环境危害极大。传统处理方法主要是就地挖池用石灰或氨水中和，达到中性后就地储存或转运回注，这样无形中给企业增加了巨大的生产成本，也极易造成二次污染。

来大庆油田之前，方元也专门为此与何文意通了一个小时的电话。当他得知安洁士采用微波技术和絮凝剂相结合的新型处理方式，并且项目已经在大庆油田落地之后，便马上约何文意进行实地调研。

接下来的故事就简单多了。在调研过安洁士大庆油田项目和安洁士长春研发中心之后，方元向何文意表达了他对该项目的一见钟情。此前他也接触过 50 多个类似的项目，但大多数都不太成熟，而安洁士的项目已经完成中试进入工业化了，这让他看到经纬创投 34 年来又一个类似扶植苹果电脑的成功。

春节假期刚过，方元即安排经纬中国的创始管理合伙人张颖、经纬中国合伙人邵亦波与何文意等见面。2010 年 5 月，双方达成油田环保领域里的第一笔风投交易，250 万美元。

人人都看到了油田环保市场的巨大空间。业内人士介绍，油田废水处理以 5 元/立方米计算，这个市场规模大约在 100 亿元左右。其中，压裂废水的处理价格是 120 元/立方米，市场想象空间更加广阔。

值得注意的是，在这个领域中，技术并不是唯一的高门槛。由于环保问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

废水处理数据一直是石油开采企业不愿公开的秘密。此外,在民营企业与大型石油开采企业之间,能否平等对话也是仁者见仁智者见智的事。而安洁士已先后与大庆油田、吉林油田、胜利油田建立合作关系。因此,选择与安洁士合作,无疑给经纬中国在此领域成功投资找到了一条捷径。

最高兴的当属安洁士了。33 岁的何文意说:“这几年我们累计投入了 500 多万元,但研发、制造、人工都需要钱,去年我们已经快扛不住了,压力很大。有了钱,自然就需要更深入地考虑商业模式问题了,这个市场我们还没有挑战者。”

1. 拿到密钥

2004 年底,何文意和同在上海交通大学安泰经济与工商管理学院 EMBA 班上学的粟元生、李松棠俩人参观了胜利油田后,感触颇大。

何文意说:“一个油田就是一座城市,这是个垄断封闭系统,不过商机无限。”安洁士创始人之一的李松棠毕业于大庆石油学院,虽后来离开石油领域,但仍在石油领域拥有很广的人脉。巧合的是,李非常看好石油污水处理市场。2005 年,三人与大庆油田合作成立了大庆油田废水研究项目部,这便是安洁士的前身。

惯性思维地认为联姻大庆油田是一大利好,“孰料,他们提出污水处理后的 COD 要低于 60,坚决奉行越低越好的原则。”何文意道。

压裂废水难处理是因为在打井采油时,开采常会往井下注入一些高分子物质让打井缝隙变大,从而使出油量增大。所带来的问题是混入废水中的高分子物质极难处理,这样导致 COD 指标居高不下。

两年以后,屡次碰壁、几番萌生退意的安洁士,开始尝试把以前从未用于工业污水处理的微波技术与絮凝剂结合起来使用。这一奇思妙想促成了一项重大发明的诞生。

安洁士先用敏化剂把污染物和高分子包裹起来,使用微波技术将高分子物质的温度迅速上升到 1000 多度,一个高分子被切成 10 个小分子,再利用小分子的处理技术进行处理,而水温基本维持不变。何文意比喻,就跟打靶一样,先把高分子目标定位出来,再快速击中。

为了提高命中靶心概率,安洁士还在设备大小、絮凝剂处理时间上进行了优化。传统要处理半小时以上的过程,安洁士 30 秒内就能完成。此后,安洁士又实现了与石油开采同步作业,而且一套设备用两辆卡车运载,相当于一个流动的污水处理站。2008 年年底,安洁士为大庆油田生产出了一套每小时处理 5 吨污水的中试设备,当时污水处理后即能实现 COD60 以下的国家一级排放



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准。

2009 年,安洁士石油技术(上海)有限公司正式成立。当年底,安洁士终于签了第一单生意,以每套约 500 万元的价格卖给吉林油田两套每小时处理 30 吨污水的设备。不过,吉林油田为了规避风险,购买设备时没有打任何预付款。因此,何文意等都是咬牙先自己垫付资金,把第一套设备做了出来。

戏剧性的是,这套设备后来居然成了吉林油田专治疑难杂症的"药方"。只要是采油厂处理不了的水,全部让安洁士的设备来处理。

2010 年下半年开始,他们先后给吉林油田、胜利油田提供污水处理服务,以 120 元/立方米的压裂水处理价格来收费。2010 年,安洁士实现了 2,000 万元的营收。

2. A 轮融资

2010 年 5 月,经纬中国与安洁士达成油田环保领域里的第一笔风投交易,250 万美元,是为 A 轮融资。

安洁士主打替大型油田提供治理污水服务。无论是经纬中国合伙人方元,还是德丰杰中国副总裁程晓鹏,提到安洁士的技术,都颇为肯定,认可其是这一领域的领军公司。

尝到甜头的不只是安洁士。经纬中国与安洁士的合作初见效果之后,德丰杰、盈峰两家创投公司也忍不住想分杯羹。

3. B 轮融资

2011 年 8 月,安洁士获得盈峰创投、经纬中国和德丰杰合计 1,000 万美元投资。这是安洁士获得的 B 轮融资。

安洁士在国内已率先攻克了压裂废水处理技术,在这个市场中抢占了先机,下一步需要快速占领市场。与经纬中国讨论后,我们将商业模式由以前的卖设备转为卖服务,转型成功,当年就实现了赢利。此外,由于石油系统的封闭性,天然形成了一定的准入门槛。

"安洁士是国内第一家将定向微波技术运用于工业废水治理的企业,公司研发的絮凝剂可以实现在较小空间内 30 秒快速达到絮凝效果。"安洁士董事长何文意表示,此次所融得的资金将主要用于此两项技术的市场推广和技术服务。

"以年产油 1.8 亿吨计算,我国每年约产生 20 亿吨污水,若每吨污水的治理费用为 5 元,一年即 100 亿元。"何文意称,如果加上设备投资和运营费用,油田工业污水处理市场的容量超过 500 亿元。

不过业内人士表示,油田工业污水处理技术若要实现产业化,仍需解决两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题：一是油田工业污水治理设备的通用性，因为不同油田的污水不同，对药剂配比要求并不一样；二是现有的技术在处理移动撬装式大排量污水时仍不够成熟。

刚刚入水的安洁士野心不小。“安洁士在国内已率先攻克了压裂废水处理技术，在这个市场中抢占了先机，下一步需要快速占领市场。与经纬中国讨论后，我们将商业模式由以前的卖设备转为卖服务。”何文意表示。他们已经蛰伏了3年，现在准备起跑了。

二、各方评述汇集

（一）《职业经理人周刊》（2011年8月19日）：污水处理企业安洁士获经纬等1000万美元融资

安洁士董事长何文意告诉《第一财经日报》，该笔融资主要用于核心技术的产业化应用及团队和研发的投入。

“安洁士是国内第一家将定向微波技术运用于工业废水治理的企业，公司研发的絮凝剂可以实现在较小空间内30秒快速达到絮凝效果。”何文意表示，此次所融得的资金将主要用于此两项技术的市场推广和技术服务。

记者了解到，由于石油开采过程污水种类繁多，处理难度大，一直是环境污染的主源头，国内各油田体系近几年一直在加大处理和研发的投入力度。

“以年产油1.8亿吨计算，我国每年约产生20亿吨污水，若每吨污水的治理费用为5元，一年即100亿元。”何文意称，如果加上设备投资和运营费用，油田工业污水处理市场的容量超过500亿元。

不过业内人士表示，油田工业污水处理技术若要实现产业化，仍需解决两个问题：一是油田工业污水治理设备的通用性，因为不同油田的污水不同，对药剂配比要求并不一样；二是现有的技术在处理移动撬装式大排量污水时仍不够成熟。

何文意表示，获得三家“风投”资金后，公司计划最早于2013年登陆创业板。

（二）深圳市溢海投资顾问有限公司（2011年11月1日）：溢海观点

环保行业是一个朝阳行业。在经济发展过程中，环境状况先是恶化而后得到逐步改善。中国在哥本哈根会议上承诺：到2020年，中国单位GDP二氧化碳排放比2005年降低40~45%；非化石能源占一次能源消费15%；在“十二五”规划中，提出“加强造纸、印染、化工、制革、规模化畜禽养殖等行业污染治理，继续



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推进重点流域和区域水污染防治,加强重点湖库及河流环境保护和生态治理"。

未来十年,中国环保事业将投入更多的资金,预计未来十年,我国环保投入有望从目前GDP的1.5%上升到3%左右。在过去的十年,我国工业废水年均增长2.1%,我国城市污水排放量年均增长1.2%。

我们对康菲漏油事件记忆犹新,其实,不仅是漏油,石油开采生产过程中的污水,也一直是环境污染的主源头。石油开采过程污水种类繁多,处理难度大,国内各油田体系近几年一直在加大处理和研发的投入力度。因此,安洁士业务有较大的需求。由于石油开采生产集中在几个寡头上,除了技术方面因素,安洁士未来发展还要看其客户公关能力。

对于联合环境技术公司,更关注其膜生物反应器(MBR)和多项组合膜生物反应器技术(MP—MBR)专利技术的应用。据专家预测,污水处理技术包括了氧化沟法、活性污泥法以及MBR法。预计未来五年MBR将快速发展,MBR的年增长速度超过50% 。因此,联合环境技术的业务成长性值得期待。看来KKR也是踏准污水处理技术升级的步伐才投资联合环境技术的。

本书点评

经纬中国表示看好安洁士,首先在于他们的创新技术,最适合迅速处理油田高难度废水的技术和设备;整套工艺高度集成化,可以方便地用卡车运送到各个钻井区块处理污水——这决定了安洁士适合做油田污水处理服务,并且易于大规模扩张;安洁士的团队很互补,创业过程很能吃苦。从长远来看,他们的技术有多层次的储备,未来可在油田污水站改造等更广泛领域有所建树。安洁士需要经纬中国的这笔钱,背后最深层次的原因是,它想从卖设备,转变为卖服务。即不靠卖一台几百万的设备赚钱,而是给油田处理污水,处理一吨几块钱。而在安洁士最为擅长,却是最难的压裂废水、钻井泥浆处理等领域,处理一吨可以收费到120元。从卖设备到卖服务的转变,安洁士和经纬中国几乎是一拍即合。他们的考虑是,中国的油田就那么十几家,卖设备的话,卖一台就少一个客户,卖服务才是长期的、持续的赢利方式。另外一个考虑是,卖服务比卖设备更利于技术的保密。经纬中国给安洁士带来了钱,所以安洁士不再急于靠卖设备来赚钱让企业活下去。而是可以生产设备,去吉林油田、大庆油田去处理污水。这样,2010年,安洁士做出了2000万元的销售额,近600万的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七十九章　小米科技

一、案情介绍

（一）公司简介

小米2010年4月成立，是一家专注于高端智能手机自主研发的移动互联网公司，创始人为雷军，这是由前Google、微软、金山等公司顶尖高手组建的团队。目前已获得来自Morningside、启明、IDG和小米团队4,100万美元投资，其中小米团队56人投资1,100万美元，公司估值2.5亿美元。2010年底推出手机实名社区米聊，在推出半年内注册用户突破300万。此外，小米公司还推出手机操作系统MIUI，今年6月底MIUI社区活跃用户达30万。2011年8月16日，小米公司通过媒体沟通会正式发布小米手机。

米聊、MIUI、小米手机是小米科技的三大核心产品。

“为发烧而生”是小米的产品理念。小米公司首创了用互联网模式开发手机操作系统、60万发烧友参与开发改进的模式。

2011年，小米手机正式发布，它的诞生让国人看到了中国顶级手机的新希望，作为国产乃至全球目前最强的双核Android手机，它标志着中国自主手机品牌已初步跻身国际行业前列。

小米的LOGO是一个“MI”形，是Mobile Internet的缩写，代表小米是一家移动互联网公司。

另外，小米的LOGO倒过来是一个心字，少一个点，意味着小米要让小米的用户省一点心。

小米拼音是mi，首先是Mobile Internet，小米要做移动互联网公司；其次是Mission Impossible，小米要完成不能完成的任务；当然，我们希望用小米和步枪来征服世界。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(二)发展历程

1. 小米工作室

2010年4月,雷军的师弟李华兵给雷军发了一封邮件,推荐一个从德信无线出走的无线业务团队,他们希望做一款独立的手机硬件,得到了雷军的支持,随后这个团队被更名为"小米工作室",也就是小米公司最早的前身,而他们的计划目标就是制作一个完全的手机体系——"小米手机"。

"做手机"的计划目标,与小米科技的创业完全同步。这个计划早于MIUI操作系统的开发,更早于2010年底才形成完整蓝图的类Kik通讯工具——"米聊"。也就是说,雷军一开始就选择了移动互联网创业的高难度动作。

难度越高,别人就越难以复制——腾讯、阿里巴巴和百度都没有直接做手机的经验,甚至连想都没想过。这一下,雷军和小米科技就占领了商业形态的制高点。

按照雷军自己的说法,他花了这么多年测试了50多款智能手机,没一款是真正无可挑剔的,这是他决定自己做一款手机的理由。如果这真的算个理由的话,口气也足够大了。

2. 迷人浏览器的推出

既然是做一个手机体系,那么就应该拥有自己的手机软件体系和手机硬件体系。而就在那个时候,时任UC浏览器挂名董事长的雷军,与UC浏览器的CEO俞永福就业务方向发生了严重分歧。俞永福等管理层人员力主UCWeb在手机浏览器的基础上发展内容和社区等业务,而雷军则认为UCWeb应该加强作为浏览器的管道功能,做好浏览器本身,而不必过于扩张。

在分歧激化了之后,雷军为他之前所构思的手机体系找到了第一个目标——"手机浏览器"。

随后刚刚成立的"小米工作室"发布了他们第一个试手产品——"迷人浏览器",迷人浏览器一经推出便受到了用户的欢迎,这款浏览器后来被内嵌到了MIUI操作系统中,成为了整个小米手机生态系统中重要的一部分。

而以"小米工作室"名义发布的"迷人浏览器"问世后,UC浏览器内部的矛盾彻底暴露了:迷人浏览器与UCWeb的业务直接产生冲突。一些人认为,雷军之所以认为UCWeb不应该发展独立的内容、应用和社区业务,是因为他想用UCWeb推广自己新的相关产品,比如迷人浏览器。不久后,雷军从UC

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事会离开，辞去了董事长的职务，并且撤去了在UC科技的所有投资和股份。

3. 扩大团队

于是，雷军费尽心思让小米成为一家无限完美的公司，他将小米工作室改名为“小米科技”。

他和每个潜在的高管和重要产品经理至少聊10个小时，说服他们加盟。原谷歌中国研究院副院长林斌担任公司总裁，原微软中国工程院开发总监黄江吉、原谷歌中国产品经理洪锋、原金山词霸总经理黎万强、原摩托罗拉北京研究中心高级总监周光平、原北京科技大学工业设计系主任刘德担任副总裁。用雷军自己的话说，这是一支他一开始觉得“优秀得以至于不知道该拿来干什么”的豪华团队。

手机硬件制造是个大麻烦。为此，雷军和林斌总共见了100多个手机硬件设计的专家，才最终敲定了以周光平和刘德为首的硬件团队班底。

4. MIUI 以及米聊生态基础

雷军尽量让小米这家公司的基因和逻辑，看上去和我们见过的任何一家公司都不一样。比如，小米坚持用互联网产品的开发节奏，每周一次更新MIUI操作系统的功能，很多团队成员每周工作时间6天长达72小时。它为此收获了一批每周末等着更新操作系统的忠诚用户，甚至还形成了海外粉丝社区。为了彰显小米作为一家“开放”公司的立场，它甚至公开在官方网站上提供MIUI和谷歌Android原生系统的下载包，支持用户把原本采用了MIUI操作系统的小米手机，“刷”成Android原生操作系统，尽管这么做，对小米本身一点实际好处都没有。

雷军发明了一个新的名词诠释手机：CSP。C代表联系人（Contact），S代表短信和彩信等通讯方式（SMS），P代表手机（Phone）。他认为一部手机应该是以联系人列表为核心的社交工具，而其中“S”的部分，聚集了丰富的社交信息和数据挖掘潜力，是未来小米除了手机销售之外，重要的收入来源。

所以，小米现在的团队架构完全因此而设计。手机硬件团队负责打磨一款“顶级智能手机”，MIUI操作系统团队不断地优化手机联系人与这部手机的交互方式，比如“超级手机通讯录”等功能。而“米聊”则形成一个建构在手机与用户界面之上的社区，丰富和延展用户在手机上的人际关系和行为，像Facebook那样沉淀下来更多的用户数据和行为，作为下一个“软件金矿”。雷军说：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



小米是一家移动互联网公司。

5. 电商之路

小米公司并非第一家在网上销售手机的公司，但如果从销量看，却很有可能是中国通过网络销售手机最多的一家公司。

2011 年 11 月，小米手机的销售额就超过了 1 亿人民币，12 月也有接近五六个亿。在 2011 年 12 月之前，小米手机的销售额几乎全部来自线上。“2012 年我也不愿意吹牛，我说最少在 50 亿。”雷军说。

谷歌曾经也通过自己的网站来销售手机，可是效果非常不理想。因为手机毕竟是相对比较贵重的物品，用户更倾向于感知到实体物品之后才会购买，而在互联网上用户很难对一款手机有切身的体会。

小米虽然不是一家电子商务公司，但雷军曾经创办了卓越网，也是凡客的天使投资人，他非常清楚电子商务的运作模式和优势，所以，可以在通过互联网销售小米手机的时候，尽可能利用到电子商务的优势。而电商最大的优势就是可以降低成本。

在去年 8 月小米手机发布的时候，1.5GHz 双核处理器的 Android 手机已经属于当时的最高配置，即便是现在仍然是配置最高的手机之一。通常如此高配置的 Android 手机上市之初，售价往往会在 5,000 元左右，但是小米手机的价格只有 1,999 元，这中间的差价很大一部分就是销售渠道成本，小米通过互联网销售就大大节约了这部分的成本。

不过除了能节约成本，用电子商务的方式销售手机还有很大的劣势。最困难的就是如何取得用户的信任，让他们在摸过手机之前就愿意先付钱然后等手机送上门。雷军的解决对策依然是从发烧友开始，让他们先来试用，然后邀请媒体测评，让用户不需要直接接触到手机就能对这款产品有很全面的了解。“就是说要让产品变得很透明，这样大家就放心了。”雷军说。

虽然雷军脑海中的小米手机的电商模式很完美，但是就像手机生产一样，电商的流程也需要一段时间来发现和解决问题。最初的 10 万张订单让小米公司着实手忙脚乱了一阵。10 万张订单如果要在一个星期里发出，就意味着每天要发 1 万 5 千张订单。虽然小米手机的快递服务用的是如风达和顺丰，但仍然有很大一部分工作需要小米公司来做，而仅仅是打印订单和装货，对那时候不足 400 人的小米公司来说，也是海量的工作量。

不过随着产能的稳定，小米手机的发货也日趋稳定。对电子商务公司来说，物流的建设需要对未来需求有很精准的预测，如果预测过高，很多先期建设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到时候都无法充分发挥作用，如果预测过低，那就会出现无法及时送货的问题。对小米公司来说，“预测”是一件非常困难的事情，这对他们的送货服务就形成了更大的挑战。

目前小米手机日发货量可以维持在1万台左右，雷军觉得每天再增加5千台也没有问题。按每天1万5千台计算，那小米手机每年的销售额就有3,000万，如果能够稳定下来，一年的销售额就可能突破100亿——这个数字可以排到中国电商公司的第二名，仅次于京东。

对一般电子商务公司来说，线下的建设主要是在物流和仓储，但对小米公司来说，他还有另一块非常重要的线下业务，就是小米之家的建设。虽然小米之家并不直接销售手机，但用户可以去那里体验，有问题可以当面咨询，这也增加了小米手机在消费者心里的信任度。

小米之家是小米公司不同于其他手机公司的特色之一。虽然很多手机品牌在大城市都有体验店和售后服务中心，但这些地方更多维护的是产品和用户之间的关系，而小米之家除了用户和产品的关系，还是一个用户和用户之间相互交流的地方。从某种程度上说，小米之家就是小米论坛的线下延伸，聚集起了关注小米手机的人和小米手机的用户，让用户和用户之间通过小米手机产生感情上的联系，从而让小米手机的品牌更加深入人心。

（三）公司大事记

2010年4月6日，小米公司正式成立，并入驻银谷大厦。

2010年8月16日，MIUI首个内测版推出。

2010年12月10日，米聊Android内测版正式发布。

12月，小米科技融资3,500万美元，投资方为晨兴和启明创投。

2011年7月12日，小米创始团队正式亮相，宣布进军手机市场，揭秘旗下3款产品：MIUI、米聊、小米手机。

2011年7月，小米已获Morningside、启明、IDG以及小米团队等4,100万美元投资，公司估值达2.5亿美元，这也是目前移动互联网领域投资额最大的案例之一。

2011年8月16日，小米手机发布会暨MIUI周年粉丝庆典在798举行，国内首款双核1.5G手机——小米手机正式发布。

2011年8月29日，小米手机1,000台工程纪念版开始发售。

2011年9月5日，小米手机正式开放网络预订，两天内预订超30万台。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2011 年 9 月 30 日，米聊注册用户超过 700 万；MIUI 支持 13 款手机，论坛用户超过 60 万。

2011 年 10 月 20 日，小米手机通过小米网正式发售。

2011 年 12 月 20 日，小米手机宣布，已完成新一轮 9,000 万美元融资。投资方为：启明创投、IDG 资本、晨兴创投、QUALCOMM、淡马锡。

二、各方评述汇集

（一）创业邦（2011 年 5 月 27 日）：小米科技融资数千万　风投看好聊天即时通讯

这是一家还没有清晰的商业模式的公司，而且所在的领域劲敌如林。

这家公司创始之初就已经有风投进入，他们出品的软件诞生仅六个月，在苹果 appstore 的免费社交排行中，评分一度超过腾讯，始终位于第一、二的位置。这就是北京小米科技有限责任公司。

1. 顺大势

小米科技的明星产品米聊软件的特点很鲜明，就是实现用户之间互发语音文件的功能，在米聊内部被称为对讲机功能。

目前在中国，手机聊天工具的开发团队非常多，但是能出 QQ 其右的则不甚了了。不少开发者也拥有跟洪峰一样的困扰，移动设备本身就是个沟通工具，但是发展至今，为什么人们的沟通方式一直都没有太多的革新？

Kik Messenger 出现让他们眼前一亮，在手机上使用流量发信息并不新鲜，可是使用流量发送音频文件呢。两个月后，小米科技推出了一款新的社交软件——米聊。

洪峰称，手机在作为沟通工具方面，是可以有更多的发展前景的，现在的一些新的应用，包括 SNS、LBS 以及加速度等，都可以结合起来呈现不同的沟通方式。

然而，不可否认这个领域的风险很大，因为有比较成熟的社交网络，包括 QQ、人人网等巨头，以及 facebook、twitter 等，都有很大的用户群。但是在移动互联网领域，很难说有一件大得不得了但又谁都不干的事情，这是不可能的。

不同的是，QQ 的产品出生在前十年，产品的形态和思维定势比较稳定，而米聊刚刚出生，可塑性还很强。洪峰告诉记者，想创业就要关注大势，竞争很大说明机会也很大，这是两者的一个平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在小米科技团队仅一百多人，70%以上是研发人员，没有销售。这些人要保证米聊等产品在苹果、安卓以及塞班等平台上每周都有更新版本，因此小米科技的员工每天工作12个小时，每周工作六天。

洪峰称，目前米聊的用户群以学生为主，着眼于以通讯录为基础的真实关系，使用小米产品的用户也都是比较喜欢折腾的用户，"就跟他们一起折腾呗。"洪峰说。

2. 细节决定命运

米聊上市之初就有对讲机功能，但是功能位置是在视图的右上角。"当时没人知道，用户增长的极其缓慢。后来将这个功能从上面移到了最下边居中的位置，使用的人一下子就多了，而且米聊的用户数也增长得很快。"

在移动终端上，所有的应用都是简单为王，米聊也经历了这个教训。最初的对讲机功能要经过加附件、选录音、录音、停止、发送五个步骤，最长说一分钟的内容需要如此繁杂的步骤，让很多用户都望而却步。后来这一步骤被改成了一步，用户使用起来非常简单，对讲机也成了米聊的一个最特色的功能。

"技术是完全一样的，唯一的区别就是挪了一个位置，从五步骤变成了一步，让米聊的命运从此改变。"洪峰称。

这个经历让米聊团队从此非常重视细节和用户体验，他们花费更多的时间来优化步骤，以及强调聊天的乐趣，比如语音和图片。

米聊的数据库显示，所有的消息内容有三分之一是语音，剩下的除去图片、表情，文字的信息不到一半，这说明文字输入还是比语音困难。

上线六个月米聊用户数已经在百万级，在苹果appstore的免费社交排行中，曾一度超过腾讯。

洪峰告诉记者："产品是一个逐步探索的过程，我们还没有聪明到一蹴而就。同样，创业是个不停试错的过程，米聊的诞生也只是做一个简单的尝试，到现在为止，虽然取得了一定的成绩，当然离成功还很远，但还是可做的。"

3. 融资

洪峰技术出身，自己创业做过婚恋网站，在谷歌做过产品。在小米科技这家刚刚诞生一年的公司里，像洪峰这样经历的人比比皆是，他们来自微软、谷歌、百度、金山、阿里巴巴、迪斯尼、摩托罗拉、联想、比亚迪等一系列响亮的名字。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这也是其能够在创始之初就获得风投青睐的原因之一，据了解，小米科技2010年4月份成立，目前已经完成来自晨兴和启明创投的3,500万美元的第二轮融资。精英团队和高效的工作在其中功不可没。

在业内，对移动互联网的火暴有两种看法，一个是实火，即创业者和用户的增长。今年移动互联网大会上，传统互联网巨头之外，小创业团队不胜枚举，不管之前是做软件的、硬件的、内容的，甚至是运营商背景的创业者，都争相加入这个市场。

而限制小米发展的还不仅仅是同行竞争和赢利模式等问题，一位同是移动互联网开发者表示，目前手机应用的流量总是月初冲的很高，到月底就低了，因为用户都害怕流量用完了。

目前看起来是开发者比用户热，“什么时候不在意资费了，用户才能真正热起来。”上述人士表示。

而虚火则是指创业团队的商业化进程和投融资规模。目前小米科技用户发展进入了高速增长阶段，商业发展却还有相当长的路要走。

洪峰把米聊定义为一款通讯加社交的软件，他表示，从现有的赢利模式来看，基于这个平台的赢利模式已经很丰富了，所以并不担心赢利模式的问题，小米的大事业才刚刚起步。

（二）《东方早报》(2011年12月21日)：小米科技再融资9000万美元“小米手机已出货21.5万部”

昨日，北京小米科技有限责任公司（下称小米科技）创始人雷军在北京宣布，小米科技已于今年10月20日完成最新一轮9,000万美元融资，小米手机的估值相应达到10亿美元。

据悉，本轮融资的投资方包括MorniGSide、顺为基金、IDG、启明创投、淡马锡和高通。其中顺为基金由雷军于今年创立。此前的今年7月，雷军曾在一次媒体沟通会上对外宣布，小米科技完成由Morningside、启明创投、IDG和小米团队共同投资的4,100万美元融资，小米科技当时估值达到2.5亿美元，其中小米团队56人投资1,100万美元。

通过上述融资，小米科技的总融资额达到1.31亿美元。

小米手机是小米科技的核心产品，该款手机于今年8月首发。雷军昨日称，小米手机目前已累计出货21.5万部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小米科技昨日同时联合中国联通对外宣布，推出联通定制版小米手机 MI - ONE，合约价格为 2,699 元，用户可通过预存话费送手机和购机入网送话费两种方式购买合约手机。

中国联通相关人士表示，联通与小米签订了全年过百万台的供货框架协议，小米手机是目前唯一一家享受和 iPhone 手机相同补贴方式的终端，即三年合约的补贴方式。

据了解，在预存话费送手机的方式中，用户签约联通在网三年，预存2,699 元，每月选择 126 元的话费套餐即可享受 0 元购机；用户签约在网两年，预存 2,699 元，每月选择 186 元的话费套餐即可享受 0 元购机。

（三）腾讯科技（2011 年 12 月 20 日）：雷军宣布小米手机获 9000 万美元融资 高通跟投

12 月 20 日消息，小米科技董事长雷军今日宣布，小米手机获得 9,000 万美元融资，包括淡马锡、高通、启明、IDG、顺为均参与投资。小米公司累计投资已达 1.3 亿美元，估值达 10 亿美元。

小米创办时对团队投资约 1,100 万美元。2011 年下半年，小米科技相继获得 Mornigside、启明、IDG 共 4,100 万美元投资，当时业内对小米科技的估值为 2.5亿美元。如果此轮融资金额高达 9,000 万美元，则意味着小米科技估值在短短几个月出现飙升。

与此同时，小米科技公司正式对外推出联通定制版小米手机 MI - ONE，产品包价格为 2,699 元，中国联通为小米定制了预存话费送手机和购机入网送话费两种方式。

预存话费送手机方式中，用户签约在网三年，选择 126 套餐预存 2,699 元即可 0 元购机；用户签约在网两年，选择 186 套餐预存 2,699 元就可 0 元购机。购机入网送话费方式则是，用户以 1,999 元购买手机，选择 66 元及以上套餐，即可获赠套餐月费 50% 的话费。

雷军说，小米手机已销售 27 万部，仅仅 18 日 10 万台销售金额就过亿元。此次小米科技与联通达成了百万级别的框架协议。正是这轮融资使得小米手机有信心与联通达成合作。

据悉，顺为是雷军和另一个投资人一起创办的投资公司，参加了小米科技历次融资，启明创投也是再次投资小米科技。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(四)《南都周刊》(2011年7月29日):金山在前　小米在后“雷军系”总值接近200亿美元

在过去几年中国互联网的又一波迅猛增长潮中,雷军是获益最多的人之一,他投资的乐淘网、凡客诚品、UCweb、多玩网、拉卡啦等近20家互联网公司,几乎每家都是所在领域的前三名,曾有媒体估算过,“雷军系”的资产总值已经接近200亿美元。

“让大家失望了,根本不存在什么‘雷军系’。”北京望京卷石大厦,小米科技位于12层的办公室里,雷军双手一摊,做出一个哭笑不得的表情,坐在大班椅上,脚上一双绿色的“愤怒的小鸟”帆布鞋,一晃一晃。

这双鞋来自乐淘网。雷军从这家公司创立的第一天起,就是投资人兼董事之一。最新的Alexa排名和艾瑞咨询的调查显示,乐淘网在中国鞋类B2C网站中流量和订单数均为第一名。

乐淘网只是过去5年来,雷军所投资的众多成功项目中最普通的一个。除此之外,雷还投资了凡客诚品、UCweb、多玩网、拉卡啦、小米科技等近20家互联网公司,这些公司目前几乎全部是所在领域的前三名。其中仅凡客诚品一家,目前的估值就超过了30亿美元。

毫无疑问,在过去几年来,中国互联网的又一波迅猛增长潮中,雷军是获益最多的人之一——在上述多数公司中,董事长的名字都是“雷军”。

有好事的媒体曾经估算,雷军所参与投资的资产总值已经接近200亿美元——比百度、腾讯市值的一半略少,但已经接近阿里巴巴市值的3倍。而在18个月之前,投行人士估算的这个数字还仅仅是16亿美元。

“雷军系”这个名词于是由此而来,还有人把它与百度系、腾讯系、阿里系并列,称为中国互联网行业中举足轻重的一张桌子(Table)——T指腾讯,A指阿里巴巴,B指百度,L指雷军,E则是奇虎董事长周鸿名字的谐音。

不过,雷军个人似乎很不喜欢这个提法。“这是敌对势力诬蔑我军的干法,捧杀。”雷军说,“我其实对投资没兴趣。在那些公司里面,我都不是主要控制人,只是朋友间互相帮忙而已。投资对于我来说,就是玩儿,是交朋友。至于大家在某些方面比较尊重我的意见,那是另外一回事。”

但问题显然并非他说的“玩玩”这么简单。

雷军说做投资人的这几年里,他都在思考同一个问题:怎样做一家苹果一样的公司,做一款像iPhone一样的高端手机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.**“黄袍加身”**

在麒麟游戏副总裁邢山虎发布那条给他惹来很多麻烦的消息之前，很多人本来已经忘记了“雷军系”这个话题。这个曾负责办公软件产品线的金山前员工，就在雷军7月7日重返金山接任董事长一事接受采访时表示，“如果雷总同意，我愿意重回金山打工。”

“雷总”是雷军在金山任总裁时员工对他的称呼。这个来自湖北仙桃的42岁中年人，在20年前加入这家公司，6年后成为总经理，其间投资了当时领先的电子商务网站之一卓越网，并在4年后将后者作价7,500万美元卖给了亚马逊。2007年，金山在港上市后，雷军宣布离开金山，成为天使投资人。

事实上，雷军早在一年前即已回归金山，但并未出任任何职务，只在幕后策划了金山对自己投资的可牛的收购，并在去年底政府调停“3Q大战”时担当了金山方面的代表人。但彼时已经有人提出“Table说”，认为这是作为“L”的“雷军系”在给作为“E”的奇虎360“减速”。

和一年前相比，如今的雷军显然已经更加不可同日而语。如果金山前员工，包括蓝港在线CEO王峰、暴风网际CEO冯鑫、麒麟游戏CEO尚进，甚至凡客诚品的陈年等在内，都有类似邢山虎的“老领导”情结，再加上雷军投资的数十家公司，那将形成一个足以影响数亿网民的势力集团，帮助此前困难重重的金山“华丽转身”绰绰有余。

彼时，雷军也曾在发布会上激动地表示，“我一直把金山看做生命中最宝贵的东西，我愿意为金山赴汤蹈火……只能拼命往前冲。但具体怎么做，还没想好。”

这更激发了分析人士关于重振“金山帝国”的丰富想象——此前与雷军私交不错的盛大陈天桥、网易丁磊，以及投资人蔡文胜，又将如何起作用？受此影响，金山股价在雷军回归当天甚至一度冲高12.85%。

但几天后冷静下来的雷军，似乎对这种类似“黄袍加身”的行为并不领情。此前一直以“投资人”身份出现的他，忽然出现在小米科技临时召开的一场媒体沟通会上，并以小米科技CEO的身份公开亮相。会上，他表示自己在金山的作用仅限于“保持改革开放不动摇”，未来主要的精力还是放在小米科技上。

“我其实已经没有可能做金山CEO。不管我能不能，愿不愿意，都不大可能了。”

雷军对《南都周刊》说，“以前讲的都是烟幕弹。从去年4月10日创立的第一天起，小米200名员工中的每一个人都知道，我是这里的CEO。金山发布会



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前一小时，我还打电话通知了我们小米的每一个合伙人，告诉他们，'这件事和以前相比，没有任何变化'。"

2. 谁是小米

"机龄16年，一共换了53部手机，烧掉191,843元！人生第一部手机是爱立信GH337，现在在用三星Galaxy SⅡ。"7月16日，雷军忽然发了这样一条。还附了一个链接，点过去是小米科技的一个网页，可以看到这些手机的价格和图片。

"其实他还有好多没写上去。雷军其实用过上百部手机，他不好意思说还用过VETU、Prada，还有法拉利手机什么的，怕别人说俗气。"小米科技联合创始人、副总裁黎万强说，雷军"平时都是背一个背包，里面起码放着八九个手机"。

实际上，做投资人的这几年，雷军都在思考同一个问题：怎样做一家苹果一样的公司，做一款像iPhone一样让人疯狂的高端手机。

"苹果手机4年前发布，乔布斯说，'我重新定义了手机'，结果其他的手机果然就都不是手机了。到现在已整整4年过去，还是没有一家公司能够赶得上甚至接近苹果。"雷军觉得，这其中的关键点就在于苹果在30年前就是一家软硬双修的公司，有着历史悠久的工程师文化。但"软硬双修"的通才是不可能有的，而在中国的IT界，30多岁仍然在做工程师，也绝对无法想象。

到了2009年末，这个问题的答案开始慢慢清晰，那就是，也创办一家完全硅谷模式的公司。简单说，就是通过硅谷模式的合伙人制度来解决"通才"的问题，通过全员持股和扁平化，解决工程师们的激励问题。

接下来，雷军花了6个月时间来说服前谷歌中国研究院副院长林斌，同自己一起创办一家这样的公司。当时刚从金山离职的前金山词霸总经理黎万强成了这家公司的第三名员工，再后来雷军又陆续找来了微软Windows Phone的软件工程总监黄江吉，创办北京科技大学工业设计系的刘德，谷歌3D街景的负责人洪锋，以及摩托罗拉中国研发中心的创办人、"明"系列的研发带头人周光平。

再接下来是一个绝对激进的管理方案：除了这几位合伙人，下面再没有设置任何职位——所有新进员工都由雷军和林斌亲自面试，确保来的人都有足够的开发经验，足够的创业激情，以及很强的自我驱动力和自我管理能力。不过即便肯出双倍薪水，这样的人在中国也不好找，于是小米后来又出台了一项鼓励措施：凡是成功推荐两人入职的，无论是小米员工还是业内朋友，一律送当下最热门的数码产品一台。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，即便这样，招人的速度还是太慢。之后的大半年，雷军和林斌绝大多数时间都在忙于招聘，到年底完成首轮融资4,100万美元时，小米才有了56名员工，他们平均年龄是32岁，绝大多数来自谷歌、微软和金山，其中相当比例都是技术总监和项目负责人。

此时，“豪华团队”的效果也开始显现：团队花一个月时间做的练手之作“小米手机”一炮而红；基于安卓的第三方操作系统MIUI开始每周稳定更新；11月开始立项的手机端SNS应用米聊，也在12月23日发布了多平台版本；周光平带队的小米手机硬件团队，也悄悄开始动工。

7个月后，MIUI社区的活跃用户超过了30万，每周末升级一次，粉丝们翻译了24种语言版本，建立了10个不同语言的民间网站。米聊的实名用户突破了300万，小米手机则做出了第一版的工程样机。

雷军把小米现阶段的产品聚焦在三个核心：MIUI、米聊和小米手机。作为某种取舍，“小米司机”被果断停掉。“这是一个千万美元级的项目，但我们的目标远比这大得多。”黎万强说。

这也没什么可惜。一位小米的投资人告诉雷军，他们跟苹果高管交流过，后者认为他们是唯一可能的全能型竞争对手，可能会产生在中国这个有一定封闭性的，非定制的大市场。雷军则回应说，小米还需要5亿~10亿美元的现金，“全球500强是那么容易做的吗？”

3. 竞合之间

在小米逐渐浮出水面的过程中，“雷军系”以及它的对手们，也正在发生微妙的变化。

雷军说，创办小米时，遇到的最大困难就是人的问题。“我的子弟兵都在金山，但我是金山法人主要股东，绝不能挖金山的角。”尽管后来人员的增长相当程度上是通过挖角其他公司解决，但记者还是在小米见到了众多金山前员工的熟悉面孔。而在一些论坛上也有金山内部员工抱怨，雷军重返金山后的转型调整，正在令一些业务陷入“动荡”。

如何与新的手下尽快取得共识，也是个问题。“有些人对我们提倡的6×12小时工作制很反感，我参与了很多创业公司，其实这不是一个非常疯狂的标准。如果你选择一家创业公司，连这个标准都达不到，那一点戏都没有了。”雷军说。

雷军并不觉得这对于小米是个问题。“前几天一个刚来我们这里的微软技术‘大牛’，还跑来说，微软几点上班，几点下班，小米也这样行吗？别人创业可



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不是这么干的。”

也有一些曾经的“朋友”因利益冲突远去，却无法通过沟通解决。早在去年底小米手机仍未公开之前，自有品牌手机魅族的 CEO 黄章，就在魅族官网上发帖称，后悔此前“毫无保留”地与雷军交流过魅族的一切，包括魅族 M9 手机的 UI 文档等。“MIUI 伪装成民间团队很过分，请不要在论坛发 MIUI 的话题。”他在帖子中这样说道。

但上面这些似乎都不是什么大问题，让雷军最头疼的，还是似友似敌的腾讯。尽管对金山前高管将部分股权转让给腾讯表示理解，“市场中的买家就是那几个，我无权干涉大股东把股权卖给谁”，但雷军还是很在意腾讯入股金山带来的威胁。事实上，他在宣布接掌金山董事长的前一刻，仍在努力说服两位大股东，将剩余股权与投票权冻结三年，全权委托给自己，保证自己仍是金山最大的股东。

现在，他的新事业小米科技已经明显感受到来自腾讯紧跟战略越来越大的干扰。“市场不给我们封闭推广的机会——因为腾讯在那里。”腾讯紧随米聊之后发布了微信，紧接着又赶在米聊推出视频功能之前发布了微视。

“腾讯加入这个市场后，我们需要用不同的应对方法。我太了解腾讯有多强大了。”雷军说，“不为人知的时候，我们本可以定一两年的长远目标，但现在必须把眼前放在第一位，每一步都要领跑腾讯，把主动权牢牢控制在我手上。如果它以模仿我为主，那么我就要快。3 年后看它还跟不跟得住。”

而他之前对“雷军系”概念一直否认的态度，现在似乎也有些动摇，“这一星期的事情，大家都还没有完全消化。”雷军说，“合作的事情都要基于商业原则。有这个必要吗？我不知道，真的不知道。腾讯也在变，3Q 大战之后的腾讯变得更 open，也在注意生态链和共赢。不过，有一点可以肯定，凡是想独霸市场的，最后都失败了，这是规律。”

但这似乎也并不意味着，“雷军系”已经取得共识成为铁板一块。几天前，有消息人士透露，小米手机将通过凡客诚品首发，同时也成为凡客诚品销售的第一款数码产品。雷军拒绝对此作出评价，截至发稿，记者也未能从凡客诚品得到肯定的答复。

乐淘网的毕胜则对此并不避讳。7 月 18 日，他在乐淘的新品 Reklim 潮鞋发布会上对《南都周刊》表示，“我和雷军、陈年都是好朋友。雷军上周就这件事（指在乐淘销售小米手机）找过我，但我拒绝了。乐淘现阶段还是要把精力聚焦在鞋品上。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）创设天下（2012 年 1 月 13 日）：小米完成 B 轮融资 9000 万美元 与联通推百万合约机

12 月 20 日，小米科技创始人雷军宣布，小米完成 B 轮融资 9,000 万美元。雷军透露：此轮融资中，小米科技估值为 10 亿美元，投资方是启明创投、顺为基金、IDG 投资、晨兴资本、高通投资和淡马锡。其中，顺为基金系雷军与另一合伙人募集，管理资本超过 2.5 亿美元。

雷军称，此次 9,000 万美元融资主要用于两个方面：一是部件采购，如芯片、面板、摄像头等；二是售后服务站"小米之家"的建设，小米首期将在全国建立七个"小米之家"，负责售后的服务与维修。

针对阿里云手机、百度手机等其他互联网厂商生产的手机，雷军称，小米手机是互联网手机，而他们仍然是"传统"手机，比如，阿里云是天宇手机，百度手机是戴尔手机。

此前小米科技已经获得过一轮融资，投资方晨兴资本、启明创投、IDG 等共同投入 4,100 万美元，当时对小米科技的估值为 2.5 亿美元。经过此轮投资后，至此小米科技的总融资额达到 1.31 亿美元。

除了宣布 B 轮融资外，小米科技还宣布了此前本报披露的与联通的定制合作：小米手机将为联通提供定制版手机，规模为数百万部量级。联通销售部总经理于英涛表示：与小米合作，有两个原因，一是小米手机的品牌，与 iPhone 一样，小米手机是话题手机，有高关注度；二是小米的规模，目前已经有 40 万用户，未来会有更大规模。

据悉，联通版小米手机预存话费送手机，签约在网三年，126 套餐预存2,699 元可 0 元购机；签约在网两年，186 套餐预存 2,699 元可 0 元购机。购机入网送话费，1,999 元购买手机，选择 66 元及以上套餐，可获赠套餐月费 50% 的话费。

12 月 18 日，小米手机通过官网放量销售三小时，即有超过 10 万用户定购，小米临时决定限号销售。再加此前已经销售的 30 万，小米手机目前已经出售 40 万部。小米科技提供的数据显示，MIUI 操作系统的刷机用户已经超过 150 万，加上小米手机用户，MIUI 操作系统系统用户已经接近 200 万。

（六）投资潮（2012 年 3 月 13 日）：风筝要线 奔马要缰：小米你慢些走

从 2011 年 7 月 12 日小米创始团队亮相、宣布进军手机市场，到 8 月 16 日小米手机 Mi－One 公开发布，在其后的 4 个月里，小米一路上辗转腾挪，路越闯越宽。起先是"工程测试机"的秒杀，然后是 9 月的预订和之后的公开发售，购



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买资格"F 码"的热炒，中间经历泰国水灾事件和发售延期风波，再到宣布第二轮 9,000 万美元融资，宣布推出联通版，事件热点频出，媒体用户追捧，场面火爆异常。

这还不算小米公司旗下另外两块主要业务——MIUI 和米聊的新闻，包括 MIUI 每周五如期发布新版、基于 Android4.0 的系统大版本升级、WindowsPhone 操作系统传闻、米聊米世界发布、LBS 弹性社交探索及小版本快速升级等等。

在眼花缭乱的表象下，整个小米团队其实承担了相当大的压力。没有一个婴儿可以一夜长大成人，在高速成长的背后，小米可说是竭尽全公司之力，闯过了三道最重要的关卡，那就是产品关、销售关和生产关。

一个关键节点是 2011 年 11 月 20 日。在这一天，雷军对外宣布，小米公司获得第二轮 9,000 万美元投资。雷军清楚地知道，小米至此才终于度过了最危险、最可能"夭折"的阶段。

为什么？因为在此之前，小米公司全盘业务都建立在 4,000 万美元的现金基础上。这些钱拿来做纯粹的互联网公司可能已经绰绰有余，但要做手机硬件，算下来只要库存达到 15 万台就有可能让公司关门。不管小米用多么轻盈的方式运转，整个手机链条尤其是硬件端的漫长，决定了现金流实为重中之重。

而小米所闯过的三关，产品、销售和生产，彼此关联却又不尽相同。

在产品关的第一阶段，小米最重要的一条宗旨就是：超高性价比。这里面一是性能、二是价格。性能方面不用说，小米手机的 1.5GHz 双核处理器让人印象深刻，而价格上，据雷军说，早在小米手机定价的时候，他就想要疯狂一把，把手机的价格定在 1,499 元甚至最好是 999 元。最高性能的手机，只要 999 元，这该是多么让人兴奋的事啊！可是最后仔细核算了成本之后，他还是无奈将价格放在了 1,999 元——到现在他还觉得高了些。

性价比成为了消费者对小米手机最重要的一项认知，这种简单、直接的认识让小米在宣传与销售上有了很大的优势。

接下来的销售和生产关、现金流决定了小米必须要走的路只有 8 个字：保守生产、极致销售。

只有这样，才能尽可能在手机生产的时候就能将它卖出去，尽量减少库存量从而抵御风险。

由此再看小米的成长之路，就可以理解为什么会出现近乎夸张的缺货现象。小米在手机的营销运营上可谓花足了心思，从秒杀、预售，到 F 码、小米之家，各种手段频出，加上产品本身立得住，产生了惊人的传播效果，并反馈成为惊人的需求。销售及运营工作完成得越出色，市场需求就越大，而被需求带着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跑的生产慢慢加码,决定了最终的稳定运转。也许是市场工作效果好得都超出了雷军等人的想象,用户从期待、购买到买不到的现象大量存在,因而才产生了那么多来自用户端的质疑声——质疑声越大,越能看出小米有多稳。

可即便是这样,在小米闯生产关的过程中,还是出现了一些难以预料的风险,比如,泰国水灾时对供货的影响,本就"保守"的生产一下出现了断流,遭遇很多购买者的质疑。

当销售出第一批 10 万台之后,产品关的第二阶段到来,那就是返修率的压力。相对市场需求显得薄弱的现金流,使得小米无法承担太高的返修率。"最怕手机返修率太高,达到 10% 甚至 20%,那这公司也不用做了。手机往返光邮费就 40 元,这还不算需要更换的配件。"雷军说。

第一批返修的手机中有 20 台故障原因是进水,还有一些手机因为摔到地上或者电池在公差范围内有些接触问题而频繁重启,较低的返修率和故障原因让雷军松了一口气。在最关键的良品率上,小米手机没有出大问题,到第二个 20 万台卖出去的时候,基本上已经不用太担心了。

雷军说,水灾和对第一批手机返修率的担心,是他 2011 年过得最难受的一段时间,不过还好一切都平稳过去了。在 9,000 万美元入账后,小米这家 2010 年估值 2.5 亿美元、2011 年就已经估值达 10 亿美元的公司在幸运和努力之后,必然会迎来新一轮的快速成长——现在的小米能承担 40 万 ~ 50 万的手机库存,现金流越充足,吞吐量越大,对市场需求的把握越有经验,在硬件端获得越多认同,小米就将成长得越快。

可是,从 2011 年下半年的上行通道,直接连接到 2012 年新的上行通道,连续追求极致、压力过大的超速成长,真的不会有问题吗?

1. 火爆之谜

"不就是一部手机吗?"

直到现在,很多人仍然搞不懂,为什么小米能掀起这么大的热潮。"不就是一部手机吗?"有时候回过头来,雷军自己也会问自己这是为什么。

粉丝们的疯狂让小米团队吃惊,在广州、武汉等地,小米之家本来是上午 9 点上班,可很多粉丝在 8 点就会到门口排队。每一家小米之家成立时都会有人送花、送礼、合影,办满一个月的时候还有人来庆祝"满月"。还有人专门为小米手机作词作曲写歌。

虽然雷军在做小米手机时就想要像苹果公司那样,用产品唤起用户的热情,但惊喜还是来得太快。他想了很久,得出的结论是:



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在我们这个社会，年轻的人们需要一种热爱。

“这就是一种发烧文化。你注意，我们以前的发烧都是顶端人士去享有的，比如单反相机或者 HiFi 音响，还有更贵的是车，老百姓都玩不起。”雷军说，“连 iPhone 对很多人来说也太贵了，而小米手机提供了一种热情的附着物——这是我们真正提供的东西。”

“性价比”一直是很多中国公司制胜的不二法门，而在手机行业的中高端市场中却从未出现过。虽然很多人从各种角度对小米手机定价有异议，但雷军依然坚信这是对的，因为只有足够高的性价比，在他看来才能具有超乎寻常的引爆能量。

当然，小米也有很多层面做得足够好。比如，在和论坛上的传播，小米公司联合创始人黎万强曾经总结过一些经验，“信息相对集中且以图片、视频为主，让用户一下子就能看明白，很快产生兴趣”。大量小米周边内容的产生，也让基于论坛的自发讨论和传播成为特点。又比如，小米大量员工出现在论坛中，在第一线和用户进行无缝沟通，减少信息不对称，同时成为了良好服务的一部分。

而小米牢牢抓住的关键点在于，通过性价比引爆的能量，让品牌充分吸收，培养忠实的粉丝群，并辅以层层热点事件，不断创造新的周边内容，固化并扩张粉丝群体。

这一模式之所以能成功，正是在于每个人都寻找着“热情的附着物”。

“小米的粉丝文化其实主要就是做到了两个重点：超出用户预期的产品以及良好的服务，未来则会在包括呼叫中心和物流在内的线下服务体系上进一步强化。”一位小米公司内部人士总结道。他认为内容、沟通都是服务的一部分。

手机行业干得好挣钱很容易，干得不好也很容易关门。雷军已经想好了，他要办一个有粉丝的公司，而不是只追求销售额没有情感交流的公司。无论如何，事实证明他第一步走得不错。

2. 想象与约束

曾经有人问过一个有趣的问题：“如果小米 2012 年完成 50 亿元销售额，在中国的电子商务市场可以排第几?”其实这个问题没有意义，毕竟从没听说一年在线销售量巨大的苹果将自己归入电子商务领域。

小米公司有三块主要业务，小米手机、MIUI 和米聊，而小米手机则包括了手机本身、销售手机的小米网以及正在建设中的小米服务体系（呼叫中心、仓储、物流等等）。毫无疑问，如果将小米网单独拿出来打电商概念，在资本层面可以帮助小米公司得到一个更好的估值，这是个很大的诱惑，但这绝不是小米

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的核心。

对小米而言，从外到内最重要的产品是手机，不管是去年发布的小米一代，还是在2012年将发布的小米二代（Mi－Two，与小米吉祥物“米兔”谐音）。

虽然还未看到真机，但通过几方线索的零碎收集，可以确定的是，小米公司上下对自家的第二款手机信心很足。“Mi－Two的外观与Mi－One将有很大区别，再也不会是‘没有设计的设计’。”有了解内情的人对记者说，“打个比方，你现在把苹果iPhone4S和诺基亚LumiaN800一起放在桌子上，它们的设计无法一下就分出高低，只能说有些人更喜欢其中一款，是喜好问题而不是水平问题。Mi－Two如果也放在一起，可能细节上还有需要学习之处，但一眼望去基本上不会有太多失分。”

在未来一年的销量上，小米也有着乐观的预期，内部判断到2013年年末，小米手机的销量将会达到800万到1000万台——这段时间主要唱主角的手机必然是Mi－Two。

小米网所有的销售都依赖于这一款产品，而这也是粉丝文化及小米品牌塑造的主要核心——是网站依赖手机，而不是手机依赖网站（渠道）。从这一点上看，其模式和苹果甚至联想电脑没有太大区别，只是在于自建渠道与合作伙伴渠道的比重而已。

小米手机无疑已经获得初步成功，一方面，小米公司自己的官方渠道小米网在工厂扩容、产能提高的前提下加快了公开发售的节奏；另一方面，与联通的合作将小米在春节期间带到了更多二三级城市用户的面前。小米又推出了电信版小米手机，首发48小时收到92万个“摇号申请”，官网上各种小米配件也仍在不停推出。与此同时，小米公司还在探讨Windows Phone系统和WebOS版小米手机的可能性。

目前，小米成功的基础是产品（主要是手机硬件）和服务，以及创新的营销。但是，如果说小米的核心是手机，那么其手机的核心则应该是雷军半年前所说的铁人三项和CPS的创新性。什么是铁人三项？硬件、操作系统、云服务。什么是CPS？小米公司创造的这个词，是通讯录、电话和短信的缩写。

这些本应该是小米从一开始就着手发力的地方，但目前还未能看到明显效果。并且由于小米目前太过顺利，让人担心这些东西是否会被进一步忽视。

从长期来看，小米公司的核心竞争力不是电子商务，不是一款正在试图走向社交的手机即时通信软件，而应该是小米手机从硬件到云端的整个链条——也就是小米手机、MIUI和云服务（比如账户同步、云存储等）。

可现实如何呢？2011年小米做的两件事，不管是上半年米聊发力，还是下



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



半年小米网的建设，当压力大、需要人的时候，MIUI 都成为了“输血者”的角色。回过头看，虽然 MIUI 在 2011 年也有成果，但却远远不足以让人满意。

如果说手机是小米立足的根本，则 MIUI 的创新才是小米能获得真正长久发展的动力。小米公司经常有为购买者赠送附件比如手机后盖的行为，也在不断为小米手机夯实现实基础，可却没有看到跟小米手机系统端和软件端有关的任何增值服务。

米聊是否该回归到 MIUI 旗下，考虑将自己的技术直接嵌入短信功能底层？哪怕是模仿 iMessage，这也能让小米在移动互联网端获得一些力量，同时强化 MIUI——同一系统短信免费互通。能否让小米手机用户在登录账号的同时，自动将通讯录保存在云端，并以最方便的方式与其他人传输和交换？

凡此种种，或许更应该是以互联网公司自居的小米所需要考虑的问题。

小米或许也看到了这一点。新年伊始，联合创始人洪锋从米聊调任 MIUI 团队负责人，这应该是一个积极的信号。但在小米大干快上呼叫中心、物流配送等业务时，能给洪锋多少资源，还要等待时间的证明。

本书点评

投资者之所以看中小米，有几个原因：一是小米操作系统 MIUI 独特的开发模式，包括用户（发烧友）高度参与，高频次升级；二是电商运营平台，即完全通过小米官网销售；三是小米手机“零成本营销模式”，比如，不打广告，通过口碑相传等。雷军的快速发展实际上是建立在“粉丝逻辑”的基础上，可事实上它只能成为“事件”或者“品类”，却无法为真正的“粉丝信仰”提供基础性加分。在快速发展中，小米可以用“粉丝逻辑”做很多有趣或者很酷的事情，而之前的发展也证明了这些做法的有效性，可这些事情的阶段性成功，如果一旦成为了小米未来发展的“杀手锏”，那或许反而会成为一件坏事——因为资源总是有限的，小米的成长又如此之快，当它在手机的现实链条投入的资源越多，就越无法顾及系统和软件层面的事。或许这一切只是因为每个人都过于忙碌，小米从冲出婴儿期到一飞冲天，孕育的时间还短，忽略了自己“粉丝逻辑”背后坚实的阵地。

风筝要线，奔马要缰，航船要舵。当小米手机一飞冲天，在广阔的天地具有更大可能性时，更需要对亢奋的节制、对想象的约束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八十章 软银赛富 1500 万美元投资中国羊乳企业美可高特

一、案情介绍

（一）公司简介

美可高特（中国）羊乳有限公司成立于 1994 年，是国内第一家开发品牌羊乳制品并率先投放市场的专业羊乳制品生产企业，“美可高特”为公司主打品牌之一。

公司以推动中国羊奶产业良性健康发展为己任，以把“美可高特”打造成为中国乃至全球羊奶行业的第一品牌为发展目标。多年来公司一直专注于奶源基地建设、产品研发和改良、市场分析与开发、消费者购买行为研究的全面综合发展，并积极引进国内外乳品创新成果，不断推出各类羊乳新产品，以引领羊乳制品的消费潮流。

公司连续多年被天津市政府评为百强私营企业、功臣企业、优秀企业。2003 年公司“美可高特”系列羊乳制品项目获得了天津市商业科技进步二等奖。

公司现已通过 ISO9001、ISO22000 及 QS 认证，所生产的产品被中国食品工业协会评为“信得过食品”，被天津市奶业办公室认定为“无公害食品”，并获得中国绿色食品发展中心所颁发的“绿色食品”证书。在 2006 年公司被中国奶业协会评为“全国优秀乳品加工企业”；在 2007 年被中国食品安全会组委会评为“中国安全食品生产示范单位”；在 2008 年支援四川地震灾区活动中，被天津市慈善协会授予“慈心奉献、善举助人”奖牌；在 2008 年还被天津市食品安全信用体系建设办公室评为“天津市食品安全示范企业”。

公司以注重产品质量和诚信服务为宗旨，在奶源的选取及生产过程中，始终坚持全程严格、规范以及高标准的管理原则进行操作和管理。产品采用国内



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资深专家的营养配方，以确保产品营养丰富和国际化的品质。

在市场方面，公司吸纳国内外最新的行销理念，导入资深顾问协作机构，搭建做“中国羊奶第一品牌”的高标准运作平台；从产品形象到消费终端层层建制，战略规划，网络布控，数据跟踪，实施广告策划及媒体组合运作，配合通路，终端促销活动为一体的运作模式，呵护着一个全新的“中国羊奶第一品牌”。

公司产品自投放市场以来，广受消费者青睐，公司销售收入每半年的增长率高达50%。公司现已在北京、上海、沈阳、深圳、成都、福州、郑州等地建立了业务办事处。在中国内地的北京、天津、上海、黑龙江、辽宁、吉林、内蒙古、河北、山西、陕西、河南、浙江、四川、湖南、湖北、云南、福建、广州等20多个省、市均有通畅的销售渠道。

公司主要产品包括：婴幼儿系列羊奶粉、孕产妇系列羊奶粉、大众系列羊奶粉、礼盒装羊奶粉等。

(二)融资情况

2011年9月，软银赛富1,500万美元投资中国羊乳企业美可高特。

这或是投资者投资风格向消费领域转化的一个信号。该公司将用这笔资金继续扩大生产能力，并进一步提高市场销售能力，并提高市场占有率。

二、各方观点

(一)人民网(2010年4月13日)：美可高特加入淘宝“品牌共成长”计划

近日，有网友反映，在央视《新闻联播》开始之前的提示收看中，美可高特的广告尾板出现了淘宝LOGO。据淘宝方面解释说，这是由于美可高特在淘宝商城的旗舰店已经加入了淘宝的“品牌共成长”战略计划。

据悉，Taobaoinside“品牌共成长”计划是淘宝和品牌企业联合开展的品牌合作和推广资源共享。淘宝用站内资源推广品牌企业，而品牌商家在主流媒体投放的线下广告(包括电视、杂志、报纸、户外、专卖店POP等)中加入淘宝商城旗舰店或淘宝商城信息。除了美可高特外，目前达成合作的商家还有：养生堂、依波表、曲美、唐狮、万榕书业、鸿星尔克等。

美可高特是国内第一家开发品牌羊奶制品并率先投放市场的专业羊乳制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品生产企业,美可高特专业羊奶采用了国际上先进的除膻工艺,其核心技术是独一无二的。

由于羊奶粉品类的特殊性,使得美可高特不仅仅是一个新品牌的打造,更是一个新品类的推广,在美可高特还未成为大众消费习惯饮用品的初期,淘宝以品尝、热卖、促销、秒杀等特殊数字化手段帮助其推广。

2010 年 2 月 24 日,淘宝在首页打出美可高特羊奶粉旗舰店的促销活动后,店铺的浏览数 PV 由之前的 50938 多激增到 621130,访客数翻番。在线商品数由单一的 14 样,搭配组合为 60 种。淘宝帮助美可高特迅速累积人气,实现推广,使得美可高特羊奶粉在整个淘宝平台的乳制品行业中成为新贵。

(二)(2011 年 9 月 13 日):软银赛富 1500 万美元投资中国羊乳企业美可高特

据相关报道,中国最早生产羊乳制品的生产企业美可高特(中国)羊乳有限公司,在 9 月份前后已获得软银赛富三期的 1,500 万美元投资基金。

美可高特(中国)羊乳有限公司前身为天津市亚亿实业有限公司,该公司成立于 1994 年,是国内第一家开发品牌羊奶制品并率先投放市场的专业羊乳制品生产企业,企业的主营业务为开发、生产和销售各类营养配方的羊奶粉、液态羊奶、奶饮料及羊奶片等羊乳系列制品。该公司系列产品覆盖婴幼儿、学生、孕妇、男士、女士、老年人等人群。

"我们很高兴软银赛富能加入到中国羊奶事业中来,我们相信这次融资将加快我们的业务扩展速度。"美可高特(中国)羊乳有限公司 CEO 刘丽对此表示。对于软银赛富投资羊奶业,业内人士认为,在金融危机的冲击下,投资都显得十分谨慎,有关投资机构已开始转向贴近日常快速消费领域等抗风险能力较强的领域。软银赛富首席合伙人阎焱对此表示,"金融危机对我们的投资影响不大,消费品一直是很关注的投资领域。"此前他曾对外表示,当下对中国风险投资市场的判断应包括两点:一是中国风险投资市场没有泡沫;二是目前是风险投资的最佳时机。

近期猪肉价格大涨,引起了人们对中国农业发展的思考。与欧美发达国家不同,我国农业产业化程度低,特别是种植和养殖环节。原因在于我国农业人口庞大但耕地资源不足,种植和养殖生产方式仍以个体或家庭作业为主,平均生产规模小。平均生产规模小,产业化程度低,造成了农产品产量与价格波动频繁,产业链整合成本高,难度大。如何提高农业产业化?许多企



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业不断地在尝试。如案例中的常州立华采用“龙头企业＋合作社＋农户”模式。农业类公司主要有两种发展模式：一种是产业链多领域覆盖，其业务涉及农业产业链上的多个环节；而另一类企业选择产业链上的某个环节作为其核心业务。尽管常州立华宣称业务“涵盖家禽育种、孵化、生态养殖、饲料加工、肉食品加工、生物有机肥制造等”，但我们认为，常州立华还不是采用覆盖产业链多领域的发展模式，还是采用了抓关键环节的发展思路。其核心环节是种苗提供和销售加工，就是这两个环节，保证了农产品的高溢价策略的有效执行——种苗，保证了产品的“血统”；销售加工，确保产品价值传播与价值交换。

本书点评

有两个问题值得关注：一是在羊乳这一细分市场，消费者的需求能否如牛奶一样，得到充分挖掘；另一关注问题是美可高特如何通过加工流通环节，反向整合养殖环节，实现企业快速成长。目前由于消费观念和产量问题，羊奶消费远远低于牛奶，但羊奶价值较牛奶高，可以瞄准高端消费者，获得更大的产品溢价。在农业企业快速成长的问题上，蒙牛已有成功案例，其他的案例也说明，农业企业从加工流通环节后向整合种植、养殖环节更容易获得成功。因此，如这两个问题能较好地解决，美可高特成为下一个“蒙牛”也不是不可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八十一章　自然美：家族管理辉煌已去，凯雷"三个火枪手"借力

一、案例背景

（一）集团概况

自然美品牌由蔡燕萍博士创办于1972年，以自然美容术，以及秉持"自然就是美"的经营理念在台湾扎下深厚根基；也是最早由国人自行创立、并营销国际的生物科技天然护肤美容品牌。旗下产品包括沙龙级和专柜美容保养品、健康食品以及精油等。自然美SPA生活馆据点主要分布于台湾、中国大陆、港澳以及东南亚等地，亦是目前连锁店分布最广、最专业的跨国性美容事业集团之一。

四十年来，自然美通过与美国及欧洲等多个国际领先生物医学研发团队进行技术合作、研发产品，采用天然植物精粹，配合当代最先进的生物科技技术，研发出适合东方女性肤质的专业美容产品，其中NB-1系列产品在2008年更获得美国专利——哈佛NB生技SCT技术，为女性带来永葆青春的秘诀。

2010年开始，自然美品牌打破传统的"美容院"形象，通过全新、统一的网络形象构建"全方位美容美体专家"，结合"肌肤检测+保养服务+产品提供"的一站式理念，致力成为中国成长最大的美容水疗连锁网络。年底，自然美凭借全新升级的"全方位美容美体中心"连锁网络，荣获《时尚健康》健康榜样"最健康全方位美容美体中心"之殊荣。四个月后，又荣膺第十一届北京国际特许加盟连锁展览会"十大最具吸引力创业投资项目"。2011年，全新的品牌传播策略将通过"精修细养之美"揭开自然美领导亚洲女性逆转时光的秘密。

自然美集团总部位于中国上海，全球拥有超过900名员工。目前，集团拥有两大生产基地，分别位于上海和台北，共计四个工厂。1997年，位于上海的大陆第一工厂落成，自然美成为中国大陆第一家外资美容化妆品制造企业，同年获得国际认可的品质管理体系ISO9000标准认证，并通过国际质量体系GB/T19002质量保证模式。为应对蓬勃的发展势头，2010年集团于上海筹建新厂。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新生产基地将以符合药品生产质量管理规范的高标准建立，将成为国内领先的GMP 化妆品生产企业。

（二）品牌发展轨迹

蔡燕萍博士创立了自然美容术，针对东方人的肌肤问题，以天然植物萃取、结合尖端生物科技，实现了无数女性由内而外的美丽梦想。

1992 年，蔡燕萍赴上海考察、投资。上海自然美化妆品有限公司成立。

1997 年，上海生产工厂落成，自然美成为中国大陆第一家外资美容化妆品制造企业，同年成为上海外资企业首家通过 ISO 国际品质保证的化妆品企业。

2002 年，自然美生物科技集团在香港联合交易所主板上市。产品线从生物科技天然护肤美容产品拓展至精油以及保健食品等，自然美 SPA 生活馆也从台湾、中国大陆拓展至港澳以及东南亚等地。

2003 年，自然美发布具有划时代意义的“基因干细胞”科技护肤产品——第一代自然美 NB－1 系列产品。2008 年哈佛 NB 生技 SCT 技术更获得美国专利，完美融合人类基因测序技术和干细胞技术，有效激发干细胞活性，开启无龄肌肤时代。

2009 年 12 月，凯雷基金入股自然美，实现自然美国际化转型。

2010 年 1 月，全新管理团队加入自然美，带来国际化先进管理经验与理念。

2010 年，名列全球前十位的思纬市场研究公司报告显示：自然美经过 30 多年不断创新与稳健的经营，成为国内品牌知名度排名第一的专业美容水疗品牌。

2010 年 6 月，推出第二代“基因干细胞”科技护肤产品——NB－1 系列产品。发布全新概念连锁网络模型，全国首家“自然美全方位美容美体中心”于西安隆重开幕。截至 2010 年底全国共计开幕新概念网络近 100 家，平均每三天就有一家新概念店开张营业。

2010 年 10 月，自然美与家乐福签署战略合作伙伴计划，三年内独享家乐福美容类别全国店面进驻资源。截至 2010 年底，近 20 家“自然美全方位美容美体中心”进驻家乐福购物中心。

2010 年 12 月，自然美委任国际著名广告公司 LOWE 睿狮为中国传播战略伙伴，着手品牌重塑、升级包装等等一系列的战略计划实施。

自然美荣获 2010 年《时尚健康》“健康榜样”企业奖“最健康全方位美容美体中心”之殊荣。

2011 年 4 月，自然美凭借全新升级的“全方位美容美体中心”网络荣获第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十一届北京国际特许加盟连锁与中小型创业项目展览会“2011 十大最具吸引力创业投资项目奖”。

二、各方观点汇集

（一）（2009 年 10 月 27 日）：自然美私有化未果 33% 股份 8 亿元转让凯雷集团投融资

艰苦创业 37 年之后，“美容连锁第一人”蔡燕玉将自然美 32.77% 的股份以 8.198 亿港元的价格交予凯雷基金，折价 8.09%。这离其前一次试图将控股权拱手让给私募基金 CVC 还不满一年。在今年 2 月私有化建议未获通过之后，自然美如其所言地并未气馁，再次把私有化摊上台面。自然美财务总监陈仁君对外宣称，一切尽为国际化需要。交易价折让 8.09% 在停牌三日之后，自然美 20 日正式复牌，并公告称，大股东兼主席蔡燕玉、执行董事苏建诚及苏诗琇将所持 65.53% 股份合并注入新公司，并将新公司 50% 股权，即自然美 32.77% 股权以 8.198 亿港元售予 Carlyle Asia Partners Ⅲ，L. P（即 CANB，凯雷亚洲）。交易价为 1.25 港元，较停牌前的收盘价 1.36 港元折让 8.09%，但较其于今年 6 月 30 日每股资产净值 0.447 元溢价 179.69%。由于出售股权超过 30% 的监管要求，触发全面收购。蔡氏家族就此完成股权重组，而 CANB 将提名 4 名新董事及一名非执行董事进入董事会。自然美财务总监陈仁君称，自然美一直力图打造成像欧莱雅一样的国际化品牌，凯雷的投资和管理经验，将有助于自然美国际化。而凯雷方面则向本报表示，在去年以 2.9 亿美元投资歌力思、今年又注资雅士利之后，年内还将有更多日常消费品领域的投资要宣布。值得注意的是，自然美称成交量低，价格逊于整体市场，新公司将以同样价格向小股东提出全面收购建议，并将以每份 1 港元的代价注销 52 万份购股权，再度提出私有化。事实上，去年 11 月，自然美便获得“红筹之父”、前花旗银行亚洲区主席梁伯韬旗下私募基金 CVC 的青睐，欲以较停牌前收盘价 1.42 港元每股折让 15.5% 的 1.20 港元进行私有化，从港交所退市。但与小超人私有化电讯盈科折戟一样，这一计划在今年 2 月被否。而本次分析师同样表示，因收购价对市价仍有折让，获小股东接纳的机会未必高。

（二）《环球企业家》（2010 年 7 月 22 日）：自然美家族式管理逝去 凯雷集团“三个火枪手”借力

中国美容产业唯一幸存者，现在有一个激进的整改计划和一个更大的野



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



心:借 PE 之力将自然美打造成一个国际品牌。

成为自然美(NB)西安加盟商 9 年后,王桂萍做了一项价值 12 万元的“大型”投资。

装饰一新的绿色 logo 更为醒目,外墙变成时尚的仿古砖,而最重要的变化在于,进门区域新增了全线产品陈列,类似于国际品牌化妆品的销售模式;而在颇具设计感的弧线门背后,隐藏着肌肤身体单独检测区,及 SPA 护理区。

12 万元的重装费用并不昂贵,却意义非凡。这是自然美在大陆首家“肌肤检测 + 服务 + 零售”的一站式新概念店,彻底颠覆了自然美美容院以稳重见长的传统形象。1970 年代,蔡燕萍从一张美容椅起家,逐步塑造自然美品牌,主攻台湾与大陆市场。至 2010 年初,自然美在中国大陆市场门店数量近两千家,销售收入占集团全部收入逾 70%。1990 年代,蔡燕萍和郑明明、靳羽西齐名,共同开创中国本土的美容行业。如今,郑明明已鲜见踪迹,羽西卖给欧莱雅后并无起色,唯有自然美在艰难生存。

生存能力部分源于蔡燕萍为自然美所创立的独特发展模式:无需加盟费,加盟商从自然美公司购买产品,并以提供美容服务为主要方式销售给终端消费者。依托此模式,自然美年度毛利率常年保持在 70% 以上。同时,良好的体验感使不少顾客成为加盟商。这本是一条良性循环的发展路径。但如同大多数加盟连锁商一样,良莠不齐的店面形象与管理水平终会伤及品牌。

2004 年以来,连锁美容院市场的爆发式增长,自然美深感压力。2009 年,同样来自台湾的克丽缇娜公司大陆加盟店已超过 600 家,更关键的是,思妍丽这类新兴连锁美容院不仅扩张迅速,其时尚的品牌形象还牢牢吸引住新一代消费者。相形之下,自然美似乎更适合中年以上的传统女性。去年上半年,自然美开出 95 家新店,同时关闭 219 家店,大陆门店平均销售额下滑 17%,台湾地区下滑率为 13.4%。

在大陆所有自然美加盟商中,王桂萍是第一个决心改变这种状况的。现在,她对自己的决定深感庆幸。自 5 月 1 日重装试营业以来,销量同比增长 60%。即使正式开业前暂停营业的 3 天中,也会被络绎不绝的顾客打扰。

去年秋天,蔡氏家族将 32.77% 股权以 8.198 亿港元的价格售予凯雷亚洲Ⅲ基金(Carlyle Asia Partners Ⅲ),以期借助外力,实现自然美渴望已久的国际化转型。

新力量源于凯雷为自然美引入的核心管理层成员——6 月 25 日,王桂萍西安新店开业,CEO 曾新生,COO 陈耀荣及副总裁李明和悉数到场。他们曾同在鼎盛时期的柯达公司担任要职,用陈耀荣的话说,“3 个人加起来有超过 100 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的管理经验”。

1. 渠道之变

确切说，全新概念店模式的主导者是主管零售的副总裁李明和。李曾将柯达在大陆连锁店从1,300多家拓展到9,250家，尤擅长特许加盟连锁管理。自然美近2,000家门店中，直营店不足二十家，李明和正可发挥所长。

李明和习惯在接手后半年内，彻底革新渠道。事实上，良莠不齐的店面形象早已模糊了自然美的品牌定位。自然美美容院的产品来自自然美生物技术公司，数百元至数千元的价格区间直指中高端品牌形象。但由于加盟店缺乏标准化管理，各个门店在店址选择、营业面积、装修风格、服务水准等方面千差万别，低、中、高端形象混杂其间。位于二三线市场的一些门店形象被公认为很“土”。

因此，渠道革新远不是重新装修门店这样简单。李明和希望这个全新亮相的新概念店能提升消费者对零售终端的整体体验，同时契合品牌形象。

吸引那些年轻的消费者重新走进自然美，并非易事。提供物有所值的产品，营造舒适的消费及护理环境自然必不可少，而让顾客自由挑选适合自己的产品，提供更专业的服务也是应有之义，而美容院产业最新的趋势，还包括对消费者隐私的高度重视。最重要的则是，如何增强消费者对自然美的信任与黏性。

可见，这涉及无数管理细节的提升。而其中要义是对自然美渠道的标准化改造，正如李明和所言：“从消费者进门那一刻开始，标准化流程就开始运作了。”

“我还可以做出比这好看10倍的店，但我需要考虑投资回报率。”李说，“更重要的是，让其他加盟商看到加盟这个品牌，是有希望的。”就这一点而言，李明和悬着的心现在可以放松下来。王桂萍的门店开业当天，一位西安本地加盟商把自然美陕西销售总经理张碧仁拉到一边，直截了当地问：“我什么时候能装？”

按照李明和的计划，2010年将有100家新概念店落户包括北京、上海、广州等在内的27个城市，除了重装门店外，还包括一些新加盟店。

可能无法想象，自然美在大陆市场10余年的发展历程中，一直以一种近乎原生态的商业模式进行渠道拓展。据悉，此前自然美加盟商可分为两类——自然美的美容师，及顾客，文章开头提到的王桂萍便属于后一类。辞去西安交大的工作后，王专心地打理自己的生意。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尽管近2,000家门店的规模已相当可观,但考虑到拓展期长达18年,必须承认,这种发展速度乃至原生态模式,远不能满足新管理团队,及自然美新东家凯雷的要求。“如果我们5年之内要翻两倍,那(现有的)这个力量很有限。”李明和说。

发掘新的加盟商势在必行。李明和心中有理想的两种合作对象:一是对美容业有加盟兴趣的外行;另一种是愿意投资多家门店,在自然美加盟体系内建立小连锁渠道的人,李称之为“投资者”。

与此同时,商业模式的多元化,正逐渐纳入李明和的视线,商业地产商和传统连锁零售商的合作,万达和沃尔玛的绑定就是可以参考的方向。当然,李有时也会大胆畅想:“谁说我们不能全中国每个机场开店呢,飞机延误很正常,半小时帮你做一次美容?这样渠道不就铺开了?”

2. 曾氏革新

事实上,李明和主导的渠道整合,是凯雷入资自然美后带来的最直观变化,也是变革的开端。此时,距离新管理团队入主仅有半年,凯雷入资自然美不过9个月,即便距离曾新生第一次接到凯雷电话,开始了解自然美,也只有一年时间。

凯雷高级董事的电话打进来的时候,正值2009年夏天,60岁的曾新生悠闲地飘荡在北欧的游船上。这个电话终结了他惬意的退休时光,但他接受了邀请:为凯雷收购自然美股份事宜,担任唯一的第三方调研。

这是曾新生第一次接触自然美,他为此仔细研读了公司内部资料。在进行了实地考察,研究专业调研报告,及拜访客户后,他最终给凯雷提交了“建议买入”的调研结果,理由是:一,自然美现金流丰富,财务健康;二,鲜有广告投入,但顾客忠实度高;另外,过去5年,中国大陆美容市场保持两位数增长,未来可持续,但SPA连锁美容院市场份额不足1%,与台湾15%的比例相距甚远,是个“很典型的朝阳企业”。

曾新生给出的理由符合凯雷的投资理念。唯一不同在于,凯雷自认为能提升自然美的管理能力。

无疑,这种提升来自于曾新生率领的新管理团队。

不过,从调研者转变为公司领导者,曾新生曾经颇为犹豫。高强度的工作已持续了30年,刚刚上岸,他不想再度“下海”。

但凯雷为自然美规划的愿景最终吸引了他。此前,曾新生一直效力于跨国公司,他突然觉得,如果真能将自然美培育成国际品牌,堪称职业生涯的完美句

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

号。事实上,后来曾也是以这个愿景,说服职业经理人们,组建自然美全新管理团队。他们无不在跨国企业获得职业荣誉,但却从未体验过将本土品牌锻造国际化的成功。

坦白说,从规模和收益上,自然美资质不错,生存没问题,但若想朝国际化方向进一步发展,自然美在管理上的短板昭然若揭。

好在,带团队正是曾新生最擅长的。去年 12 月,曾履新后的首要任务,便是组建团队。今年 2 月,COO 陈耀荣和副总裁李明和相继到位,5 月公关总监张季丹到职,各项工作逐渐有条不紊起来。

6 月,又一名重要成员从一家跨国化妆品公司空降而来。她的到来将有助于自然美摆脱品牌发展的瓶颈。此前,消费者对自然美品牌认知度多来自蔡燕萍本人,这位创始人经常在电视上亲自推销产品,这引发了人们的误解,认为自然美的客户群集中在中老年女性。近年来,蔡燕萍退居幕后,但这种品牌联想已根深蒂固。

其实,李明和重新改造门店的用意之一,便是扭转这种印象,更多吸引年轻消费者,以巩固自然美的目标消费群:中上等收入的主妇、职业女性及年轻白领。不过,品牌内涵的改变,以及全新产品的亮相,还有待这位 CMO 的到来。“他们到位,下一步很快就会有动作。”

作为整个团队的领导者,曾新生有着清晰的自我定位。他是公司整体架构的搭建者,为自然美建构愿景,把人才放到合适的位置,并在必要时搬掉“挡路的石头”。唯一特殊的,是曾新生亲自过问自然美的投资销售。这本是自然美的一个管理空白,由于绝大多数加盟商是美容师或客户,此前无需向潜在投资者推介品牌理念。但自然美希望未来吸引不同类型的投资者以扩展加盟网络,这种兜售理念的投资销售就变得非常重要。

不过,新股东凯雷对业绩的要求也在考验新团队的韧性。尽管曾新生拒绝透露凯雷为自然美制定的增长目标,但可以肯定的是,凯雷并不满足于现有规模,未来数年,它需要在保持 70% 毛利率基础上,以空前速度扩张——从李明和对渠道变革的要求上,便可窥一斑。

一个有趣的细节是,李明和制定了渠道变革的 5 年计划,但曾新生的任期只有 3 年,考虑到凯雷一贯的风格,不由让人揣摩凯雷是否会 3 年后卖掉自然美,即刻变现。

对此,曾新生强调说,3 年时间无法完成自然美的国际化改造,但可考量商业模式是否成功,管理架构能否切实有效。更重要的是,“我找来的人,都能独当一面。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 两份聘书

这是个悖论。能满足私募股权基金逐利本性的，是管理团队的实力；而能与之对峙的，也在于此。

在自然美"独当一面"的管理团队中，COO 陈耀荣是最为出色的一位。

曾新生对他的评价是："这个职位委屈他了。"加盟自然美之前，陈是一家国际知名包装集团中国区总经理，在这个垄断性行业，他在任时创造了 6 年来市场份额首次增长的奇迹。

更重要的是，陈耀荣能力多元，财务、IT、供应链、生产管理等不同重任，"对他来说都是简单的事。"

因此，陈耀荣收到了来自自然美的两份聘书：首席运营官，及首席财务官（CFO）。这意味着，他承担了自然美几乎所有内部管理整合的工作，如果说凯雷入资自然美，将为这个传统家族企业带来管理变革的话，那么其中最具有长远影响力的，莫过于陈耀荣的工作。

但在实际操作中，陈耀荣又会遇到诸多繁复的"小事"。

他进入自然美后的第一件事情，说来好笑，是正式启用电子邮件系统，降低沟通成本，提高效率。此前，自然美公司内部沟通，全部按公司文件往来流程，虽然也有电子邮件系统，但"一天不会超过 10 个往来邮件"。于是，在陈耀荣内部管理"数据驱动"理念下，ERP 系统迅速上马。

作为 CFO，陈耀荣到任就发现，尽管财务健康，但自然美财务报告的延迟程度让人震惊。每个月的财务报告，要延迟 45 天才能看到，若以此作决策依据，如何能捕捉瞬息万变的市场变化。他履新 4 个月后，财报提交速度已缩减至两周，但这仍不令他满意。在这些习惯了跨国公司运作体系的管理者看来，完美状态是各个部门以当天财务数据为基础做决策："提升做正确决定的百分比，而当正确率提高时，我们就赢了。"譬如，如果销售部门发现对手调价导致某类产品销量下滑，自然美可迅速进行针对性的产品推广，市场反应速度就此加快。

不过，擅长内部整合的陈耀荣，这一次也碰到困难。上一次董事会，他被问及，何时能在自然美的门店推广可追踪消费者使用习惯及变化的 POS 系统和 CRM 系统。陈心里清楚，由于缺乏对消费行为的管理，自然美大部分市场推广活动都是无效的，"80% 的客户对这个产品没兴趣，（推广）没有针对性。"

"刚来的时候，我很乐观。"陈耀荣坦诚，但接触了几家咨询公司后，他发现这些在西方早已普及的理念，在国内的运用仍属初级阶段，尤其在美容行业，尚无先例。不过，陈耀荣并未放弃，他希望今年年底前，能够找到合适的合作伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伴,共同推行客户关系管理。

更重要的变革正在酝酿之中。陈耀荣刚到自然美,就将原先的订货部更名为客户交易中心,以期树立以客为尊的价值观。这不仅仅是服务理念,而是能够指导自然美的生产规划。

以往,自然美根据过去销售记录来预测并制订生产计划,导致客户不要的产品产量过多,急需的产品却严重缺货。客户交易中心建成后,配备相关后台软件,将通过与客户的交流,来规划生产。按陈耀荣的计划,此举最重要的是在生产环节上实现"及时、无错"的精益生产模式。

老问题又出现了,上马如此之多的 IT 系统,势必在短期内增加成本,凯雷会接受吗?陈耀荣的语气很肯定:"当董事会挑选我们的时候,已经认同我们的管理经验,这些都是 500 强公司所用的管理方法。"但他同时意味深长地表示,"我们也追求低成本,但不是靠省,而是让企业更有效率。"

(三)挖贝网创投新闻(2009 年 11 月 3 日)自然美独特加盟模式被质疑 销售下滑 33% 股权易手凯雷

2002 年上市的化妆品公司自然美,启动了第二次私有化尝试。

2009 年 10 月 20 日,自然美在短暂停牌后复牌并发布公告,透露了又一轮卖股方案。创始人蔡燕萍主持的家族企业和凯雷基金即将分别直接或间接持有自然美 32.77% 的股权,同时将向小股东提出全面收购建议。

1. 32.77% 股权归入凯雷

10 月 20 日,自然美复牌。公告称,自然美的大股东兼主席蔡燕萍、执行董事苏建诚及苏诗琇将所持有的 65.53% 股份合并注入新的公司,并将新公司 50% 的股权,即自然美 32.77% 的股权,以 8.198 亿港元售予 CANB(即凯雷亚洲)。

这次交易的价格为 1.25 港元/股,比停牌前的收盘价 1.36 港元/股折让了 8.09%。新公司将以同样的价格向小股东提出全面收购建议,并将以每份 1 港元的代价,注销 52 万份购股权,再度试图对自然美进行私有化。

这是自然美第二次尝试私有化。2008 年 11 月,私募投资公司 CVC 试图以约 12 亿港元的代价私有化自然美。当时给出的方案有两种,一是现金方式,即自然美股东每股可换取现金 1.20 港元;二是股票加现金,股东可选择每股换取 0.000047 股"私人持股公司"普通股以及 0.117868 股优先股,另加 0.28 港元现金。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当时，在自然美持股超六成的蔡燕萍家族接受了这一建议，并选择了股票加现金的方式。然而，当时给出的1.2港元每股的价格，对小股东并不具有多少吸引力。2009年初，自然美的私有化建议未能在法院会议上获得批准，自然美继续维持上市。

首次私有化失败后，蔡燕萍曾表示，2002年自然美上市不是因为缺钱，也不是为了圈钱，为的是国际品牌的名号，希望将自然美做成百年品牌。

既然上市对品牌的国际化有利，蔡燕萍家族为何又两次试图将其私有化？

自然美财务总监陈仁君近日对此表示，自然美试图做成和欧莱雅一样的国际化品牌，凯雷的投资和管理经验，将有助于自然美国际化。

自然美最新的半年报并不乐观。上半年，自然美开出95家新店，却在同一时期关闭了219家店。由于销售额下降以及店铺数目减少，在大陆的每间店铺平均销售额下滑17%，在台湾地区下滑了13.4%。

之所以出现这样的情况，或与自然美一直以高速开店的加盟模式有关。

2. 独特加盟模式被质疑

自然美目前只有小部分直营店，绝大部分则是加盟店。截至6月30日，自然美拥有1825家水疗中心以及63个专柜。其中，1807家水疗中心来自加盟，直营水疗中心只有18家。此外，还有46个直营专柜和17个委托经营专柜。

庞大的加盟商队伍给监管带来挑战，美容院最常被人诟病的一点是，销售人员常常不顾顾客感受，没完没了地推销产品。对此，蔡燕萍曾对外透露，会安排隐形顾客去观察各地连锁店。半年报称，今年前6个月，集团对店铺进行审查，发现部分加盟者违反加盟条款，进而导致关店。

对于加盟商，自然美要考评投资预算和个人学历等背景。但自然美上海总部的加盟专员高小姐表示，如果商圈、门店面积没有太大问题，加盟的申请通常能通过。

值得关注的是，自然美的加盟模式与其他连锁加盟企业不同，陈仁君向《每日经济新闻》记者透露，自然美不收加盟费，而是通过向加盟店卖产品赢利。在上海等地，都有专门的"加盟部"进行运营。自然美的赢利几乎全靠卖产品，销售产品的收入占总收入的97.4%。销售渠道既包括专柜，也包括加盟和直营的水疗中心。

自然美的销售策略也在悄然转变。半年报称，自然美正在继续减低媒体曝光率，改为通过"现有客户亲友"的渠道推销产品。向现有客户发送免费试用装及赠品，将业务覆盖面延伸到顾客的亲友，以此取代媒体宣传。因此，广告宣传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用占销售额的比例从2008年上半年的9.6%降低到6.9%。

不过，自然美的产品价位并不低，一支洗面奶的价格在60～240元。对此，高小姐认为，自然美销售的是"专业线"化妆品，与商场、超市销售的"日化线"化妆品并不在同一层面竞争。

上海智寰品牌营销机构合伙人任健博士认为，自营发展与加盟发展永远是一对矛盾。在加盟体系里出现的一些问题，根本原因还在于其产品的消费者美誉度与忠诚度下降，因此，无论从吃利差还是增加黏性角度来考虑，加盟者都乐于选择其他品牌经营。以自然美为例，在产品功能、诉求、渠道开发甚至包装形态严重同质化的今天，需要考虑未来的路如何走。

3. 自然美为何频拒外资日化巨头收购

靳羽西、郑明明、蔡燕萍，三位几乎同一时期的女企业家分别创立了羽西、郑明明、自然美三个化妆品品牌。时至今日，羽西"嫁"入欧莱雅，郑明明逐渐让女儿主导管理层。蔡燕萍曾对外表示，担心品牌被外资收购，成为外资集团的探路石，或许，这正是自然美不向羽西学习，而两次试图私有化均选择私募股权基金而非外资日化集团的原因。

靳羽西、郑明明和蔡燕萍是常常被比较的三位时尚美容界女企业家。1992年，靳羽西创立"羽西"品牌化妆品品牌，在本土品牌中一度领先。2002年，羽西在外资大量涌入的中国市场上陷入低谷，2004年被欧莱雅收购，成为常被谈论的商业案例。

有分析指出，国际化妆品品牌许多都有上百年历史，羽西若想追赶这些大品牌，需要很长时间，靳羽西一个人的精力和时间都有限，很难实现国际化的目标。

"嫁"入欧莱雅后，羽西几经波折，一度被归在大众化妆品部门，直到2006年才被归入高档化妆品部门。

出生在印尼华侨家庭的传奇女性郑明明，20世纪90年代初创办上海郑明明化妆品有限公司，"郑明明"化妆品很快风靡全国，但随后也遇到白热化的市场竞争。

上海郑明明公司媒体负责人谢小姐向《每日经济新闻》记者透露，目前郑明明长期在香港生活，开始逐渐由长女负责公司的运营和管理。郑明明从一开始就以内地为目标市场，近一阶段的重点开始转向农村市场。

蔡燕萍的自然美历史长达37年，在金融危机中比起其他同类企业，表现并不算差。据分析，上市公司的种种压力和约束，可能是自然美希望退市的原因



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之一。

另外，蔡燕萍曾多次对媒体表达出对品牌的感情。中国的民族品牌中，小护士、大宝被外资收购后，都遭遇了被“雪藏”的质疑。蔡燕萍担心，自然美一旦被外资收购，会被外资集团用来探路，继而被集团其他品牌替代。蔡燕萍还曾透露，上市前后，世界排名前几位的化妆品集团都曾找上门谈过收购，对方均要求100%控股。

私募股权基金可能是对品牌最珍视的“婆家”。私募既然出资买，就想卖出更高的价格，下一个买家既然愿买，就一定不会糟蹋品牌，蔡燕萍曾对媒体作出这样的分析，或许这也是蔡燕萍为何舍外资日化集团而选择私募股权基金的原因之一。

那么，蔡燕萍到底如何思考公司模式目前遭遇的业绩困境？陈仁君向《每日经济新闻》记者表示，公告之后自然美处于敏感时期，蔡燕萍以及管理团队都不会就此接受媒体采访。

（四）美丽女人网（2011年11月2日）：自然美获凯雷注资后扩年夜提速，三天开一家新店

在港上市的年夜型美容美体连锁公司自然美集体，正以平均每3天开幕一家新店的速度活络扩年夜。自然美集体总裁曾新生本日对财经披露显示，自客岁6月1日第一家全方位美容美体中心于西安开幕，截至10月，自然美已在全国65个城市总计建成218家全方位美容美体中心，平均每三天开设一家新店。个中在10月28日当天，自然美在华北地区（北京、天津、河北、山西）同时开出20家全方位美容美体中心新概念店。

“这是凯雷基金注资后，自然美最年夜的开店动作。”曾新生称，自然美扩年夜办法还将继续，截至2014年，自然美致力成为中国成长最年夜的美容美体连锁汇集。资料显示，两年前，即2009年10月19日，自然美发布通知布告称，年夜股东蔡氏家族已完成股权重组，将其所持自然美股权的一半，即32.77%的股权以8.198亿港元的总价售予凯雷亚洲Ⅲ基金。随后在2010年1月4日，自然美新任CEO曾新生正式履新，任期3年。

自然美本年中报显示，6月止，自然美中期纯利增2.8倍至6,043.9万元，每股盈利3.02仙，派中期息3.5仙，与客岁持平，派息比率115.9%。期内，公司收入增25%至2.88亿元，产物发卖收入增26.5%至2.85亿元。毛利增40.8%至2.24亿元，整体边际毛利率由69.4%扩年夜至77.8%。别的，6月止，公司经营所得现金9,140万元，持有现金5.77亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料显示，自然美于1972年降生，1992年进入中国，1997年成为中国大陆第一家外资美容扮装品制造企业。2002年，自然美生物科技有限公司在喷鼻港联系生意营业所主板上市。2009年12月，凯雷基金入股自然美，实现自然美国际化转型。2010年，排名全球前十位的思纬（Synovate）市场研究公司告诉显示：自然美经过近四十年成长，已成为国内品牌知名度第一的全方位美容美体品牌。

（五）《解放日报》（2009年11月11日）：私募之间的博弈之争

在今年2月私募巨头CVC对自然美提出私有化建议未获通过之后，时隔未满一年，上市七年的化妆品公司自然美重启私有化之路。自然美此次将目光投向著名的私募凯雷亚洲基金。10月20日，在经过短暂停牌后，自然美透露了新一轮卖股方案：其创始人蔡燕萍（又名蔡燕玉）主持的家族企业和凯雷基金即将分别直接或间接持有自然美32.77%的股权，同时将向小股东提出全面收购建议。

作为一家来自中国台湾的美容企业，自然美营业额的73.6%却来自中国内地。对于自然美尝试私有化之举，当家人蔡燕萍曾表示，其目的是为了品牌国际化。然而，这家中国美容连锁行业中唯一的上市公司，正遭遇着前所未有的业绩“煎熬”。

1. 一年两次图谋私有化

在三日停牌之后，自然美于10月20日正式复牌并且发布公告。公告称，自然美的大股东兼主席蔡燕萍、执行董事苏建诚及苏诗琇，将所持有的65.53%股份合并注入新的公司，并将新公司50%的股权，即自然美32.77%的股权，以8.198亿港元售予凯雷亚洲基金。

据悉，这次交易的价格为1.25港元/股，比停牌前的收盘价1.36港元/股折让了8.09%。新公司将以同样的价格向小股东提出全面收购建议，并将以每份1港元的代价，注销52万份购股权。

一年以内，这已是自然美第二次尝试私有化。2008年11月，“红筹之父”梁伯韬旗下私募基金CVC向其提出私有化建议，试图以约12亿港元的代价私有化自然美。当时给出了两种方案，一是现金方式，即自然美股东每股可换取现金1.20港元；二是股票加现金，股东可选择每股换取0.000047股“私人持股公司”普通股以及0.117868股优先股，另加0.28港元现金。

当时，在自然美持股超六成的蔡燕萍家族接受了这一建议，并选择了股票



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加现金的方式。但那时给出的1.2港元每股的价格，对小股东并不具有多少吸引力。2009年初，自然美的私有化建议未能在法院会议上获得批准，继续维持上市。根据相关规定，收购方在未来12个月内不准再度提出私有化建议。

而首次“私有化”未果也影响到自然美的股价，自然美今年4月30日的股价已跌至0.98港元。在自然美业绩增长稳定和强大的现金流下，资本市场的融资功能显然对它的吸引力已经不及过去。有业内人士认为，CVC的私有化建议可能只是一个形式，因为港交所规定新股东收购30%以上股权便必须提出此类建议，而且股民一定不会接受此价格。

这一次，自然美将“绣球”抛向在国内已有一定知名度的凯雷基金。该机构2008年年报显示，已对中国40多家企业和房地产项目进行投资，投资股本总额22亿美元。自去年下半年起，私募投资机构纷纷加大了在中国消费内需行业的投资，凯雷去年就以2.9亿美元投资了深圳歌力思服装实业有限公司，不久前又联同复星国际向广东雅士利注资1亿美元，凯雷还表示年内将有更多日常消费品领域的投资要宣布。

2. 目的为品牌国际化

对于七年前自然美在香港轰轰烈烈上市之举，自然美国际事业集团创始人、自然美生物科技有限公司董事会主席蔡燕萍曾解释，“当时的动机不是为了钱、炒股票，也不是因为缺钱才上市。”言下之意，她似乎有着更长远的计划。蔡燕萍曾表示，上市是国际品牌的一个名号，自然美不能只在东南亚得到认同，还要让其行销欧美，这才称得上是世界品牌。

只是如今，一度与“羽西”、“郑明明”等齐名的自然美却矢志不渝私有化，难道上市也有“七年之痒”？业内人士认为，自然美试图做成和欧莱雅一样的国际化品牌，而凯雷的投资和管理经验，将有助于自然美国际化。

蔡燕萍也一再强调，私有化不是公司在经营上出了问题，而是为了自然美能更国际化。自然美公司财报显示，自然美主要有三大收入来源：产品销售、服务收入和委托经营收益，产品销售占其销售额的90%以上，服务收益次之，委托经营只占很小一部分。自然美2008年的营业额接近6亿港元，净收益超过2.38亿港元。从2006~2008年的财务数据看，自然美的销售毛利率高达80%以上，而且每年的净收益都保持在33%以上的增长。

与此相呼应的是自然美漂亮的现金账面。去年，金融危机导致众多上市公司亏损，但自然美的财报显示，截至2008年12月31日，公司银行结存及现金5.462亿港元，尽管这笔钱大部分来源于自然美通过预售美容套餐而获得的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付款。

另外，蔡燕萍曾多次对外表达出对品牌的深厚感情。中国的民族日化品牌中，小护士、大宝被外资收购后，都遭遇了被“雪藏”的质疑。羽西在“嫁”入欧莱雅后，一度被归在大众化妆品部门，直到2006年才被归入高档化妆品部门。蔡燕萍的顾虑不言而喻：自然美一旦被外资收购，会被外资集团用来探路，继而被集团其他品牌替代。蔡燕萍还曾透露，上市前后，世界排名前几位的化妆品集团都曾找上门谈过收购，对方均要求100%控股。

在这样的情况下，蔡燕萍将私募股权基金看做是有力而安全的归属。因为私募既然出资买，就想卖出更高的价格，下一个买家既然愿买，就一定不会糟蹋品牌，蔡燕萍曾对媒体作出这样的分析，或许这也是蔡燕萍为何舍外资日化集团而选择私募股权基金的原因之一。

3. 加盟与赢利的博弈

如此看来，蔡燕萍从未停滞过品牌国际化脚步。然而，自然美最新的半年报并不乐观。由于销售额下降以及店铺数目减少，在大陆的每间店铺平均销售额下滑17%，在台湾地区下滑了13.4%，仅仅660万港元。在这样一份加盟店与赢利额并不成正比的成绩单上，自然美的连锁经营模式也遭到质疑。

蔡燕萍曾对外宣称，自然美长期不收加盟费、管理费、广告费和培训费，双方在没有太大资金压力的条件下，帮助更多的人创业，同时借助他们的渠道，让更多人使用自然美产品。资料显示，1992年进入大陆市场的自然美在直营店拥有一定口碑后，一方面大力拓展加盟店，另一方面当直营店成熟时，自然美会把店卖给有意投资者，以委托授权的方式进行经营管理：由自然美出资承担直营店的装潢、设备、房租、美容产品等，经营者只要交纳一定的现金保证金或房产抵押，负担包括水电、人工等在内的经营费用，即可被授权经营管理，转化成加盟店。

自然美的这些措施确实助长了自然美在中国内地的迅速扩张，其很多加盟者都来自原来的顾客或店里员工。而在其2002年上市之时，自然美在全国已经扩张到1000多家网点。

但据了解，2007～2008年，自然美的管理费收益均出现75%以上的下滑。截至今年6月，自然美在内地的SPA加盟店为1,322家，直营店7家，委托经营专柜17家，自营专柜46家。而在近半年内，自然美共开设了95家新店，却因为加盟者销售非自然美产品、未能达到最低目标或服务而关闭了219家。

虽然自然美的投资者清醒地认识到，美容业利润的更大一块在美容品零售



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和服务的增加值上。但在这块利润蛋糕上，加盟店分享了绝大部分。业内人士认为，由于产权关系，特许加盟店监管是一个难题，所以标准化程度不够。

对此，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松指出，中国美容行业的发展重点，将很大程度上体现在美容业连锁化经营上，但特许加盟连锁经营并不能适用于所有的美容营业机构。除了特许加盟连锁经营外，规模很小但具有专业化、特色化的美容机构，也是未来的发展趋势之一。

此外，从美容行业的所有制模式来看，目前主要是家族式管理，职业经理人制和股份制的形式很少，这显然不利于美容业的成熟和发展。

本书点评

中国美容产业唯一幸存者现在有一个激进的整改计划和一个更大的野心：借 PE 之力将自然美打造成一个国际品牌。成为自然美(NB)西安加盟商 9 年后，王桂萍做了一项价值 12 万元的“大型”投资。对一家陷入管理瓶颈的家族企业来说，装修一新的门店意味着一段新旅程的开启。现已年过花甲的蔡燕萍，始终致力于在这个行业，打造一个诞生于本土的国际品牌。多年来，自然美为此经历了所有家族企业的转型之痛：在家族权益与公司利益间博弈。自然美尝试聘请职业经理人打理公司，却未能奏效；蔡家也曾多次计划将自然美私有化，均不成功。与之对比的是，郑明明品牌的创始人早已退居幕后，将公司管理权交予女儿。这个层面上，蔡燕萍为自然美引入私募股权基金的举动，则提供了另一种国际化的可能。拥有近 40 年历史的家族企业，和国际化品牌的诉求之间，难以找到一条通路。

去年以来，新高管团队如同“三剑客”一般，在自然美内部发起一场变革。几乎在所难免地，此举将逐一触及并改变自然美的基因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八十二章 结束语:私募的政府管制与规避

境外私募股权基金规避中国政府管制的进程可分为两个阶段,在 2006 年之前,由于中国 A 股市场长期不景气,境外私募股权基金重点关注如何帮助受到行业政策限制的中国企业实现海外上市;在 2006 年之后,随着中国 A 股市场的突飞猛进,更多优质企业将上市目标定位国内资本市场,因此境外私募股权基金就将投资重点转为 A 股市场上市企业。

一、中国企业海外上市的通行模式——红筹模式

红筹股(Red Chips)原本是香港股票市场上的专有名词,是指最大控股权直接或间接隶属于中国内地有关部门或企业,并在香港联交所上市的公司所发行的股份。红筹方式的一般操作方式是,境内企业实际控制人以个人名义在开曼群岛、维尔京群岛、百慕大、毛里求斯等离岸中心设立初始注册资本金为 1 万美元左右的空壳公司,再将境内股权或资产以增资扩股的形式注入壳公司,然后用壳公司收购境内企业,最终以壳公司名义在中国香港以及美国、新加坡等股票市场上市,从而实现境内企业的曲线境外上市。

案例 1:红筹上市

中国境内企业 A 公司试图到海外资本市场 IPO。A 公司实际控制人以个人名义在英属维尔京群岛(British Virgin Island,BVI)设立一家壳公司 B。以 B 公司作为海外融资平台,吸收私募股权基金的投资,同时 A 公司实际控制人以个人资产出资,完成对 B 公司的增资扩股。随后,用 B 公司收购境内 A 公司。收购完成后,由 B 公司到海外资本市场实施 IPO。由于 B 公司是 A 公司的控股公司,这就实现了 A 公司的间接海外上市(图 82-1)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



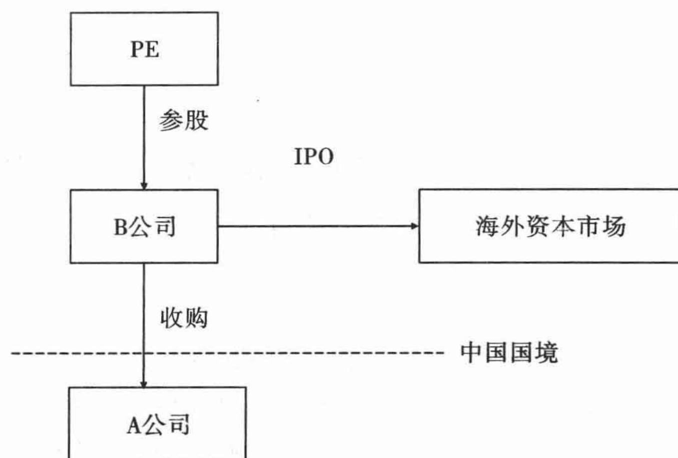


图 82－1 普通红筹模式

红筹模式多年来一直是中国企业，特别是中国民营企业海外上市的通行模式。然而2006年9月8日，由商务部主导，国家六部委共同签发的《外国投资者并购境内企业暂行规定》（简称第10号令）正式施行。该规定显著增加了中国企业通过红筹模式实现海外上市的难度：第一，红筹上市需要得到商务部和证监会的双重批准；第二，设定了一年的上市期限。第10号令的出台，体现了中国政府把高质量的上市企业留在国内资本市场的意图，也传达了政府不鼓励内地企业盲目走出去的意向。因此，第10号令的出台，事实上堵塞了中国企业红筹上市的通道。这产生了两个直接后果：一是更多的企业选择在国内A股市场上市；二是在第10号令颁布前在海外成立的壳公司的拍卖价值大增，因为这些公司可以不受第10号令的管制。

二、如何规避政府对外资收购战略性行业中企业的管制——盛大模式

在发改委和商务部2007年修订后的《外商投资行业指导目录》中，明确列示了限制外商投资和禁止外商投资的行业目录。例如，名优白酒生产、出版物印刷、电网建设和运营、期货公司等行业被列为限制外商投资行业，要求必须由中方控股。再如，稀土开采、邮政、图书出版、新闻网站、互联网文化经营等行业被列为禁止外商投资行业。《外商投资行业指导目录》反映了中国政府有选择地利用外资的原则，体现了政府的行业政策。

众所周知，新闻网站一直被中国政府列为禁止外商投资行业，然而中国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三大新闻门户网站——新浪、搜狐和网易,却全部实现了海外上市。中国最著名的网络游戏运营商,例如,盛大、网易和巨人,也都实现了海外上市。那么,这些公司在私募股权基金的协助下,是如何规避中国政府的行业管制的呢?事实上,这些互联网服务提供商(Internet Service Provider,ISP)都异曲同工地采用了一种海外上市模式,我们简称为"盛大模式"。

案例2:盛大模式。

境内ISP运营商A公司是一个纯内资企业,试图实现海外私募和上市。然而,ISP行业是国家禁止外商投资的行业,直接采用红筹模式是行不通的。因此,A公司在投资银行建议下,采用了本行业内企业海外上市的通行模式。

首先,由A公司实际控制人在境外离岸平台注册一家壳公司C,由C公司在中国境内设立一家外商独资企业(Wholly Owned Foreign Enterprise,WOFE)B。B公司和A公司将签订一份结构性合同,一方面,B公司向A公司提供全方位的管理咨询和培训等服务,另一方面,作为回报,A公司定期将90%的收入和利润输送给B公司。由于境外壳公司C通过100%控股的WOFE公司B,控制了内资企业A公司90%的收入和利润,那么C公司就可以此为基础,向境外私募股权基金进行私募。私募完成后,由C公司到海外资本市场实施IPO。通过上述融资结构,受到政府严格管制的内资企业A,就间接实现了海外上市(图82-2)。

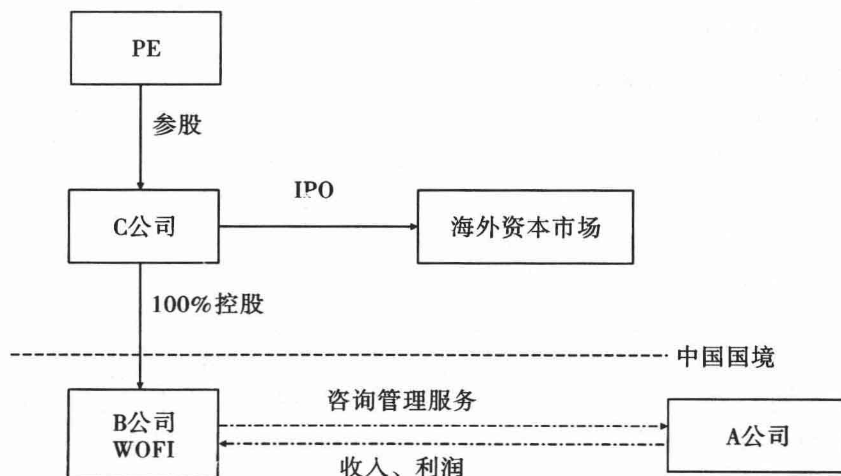
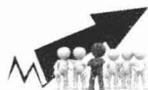


图82-2 盛大模式

可以看出,盛大模式巧妙地规避了中国政府对于禁止外商投资于ISP行业的规定。无论是海外上市公司C,还是境内外商独资企业B,都与内资企业A没



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有任何股权关系,因此就没有违反禁止外商投资于 ISP 行业的规定。这种结构的最大玄机在于 A 公司和 B 公司之间签署的结构性协议,正是这份协议,确保了 A 公司向没有任何股权关系的 B 公司输送收入和利润。

不过海外投资者可能存在如下疑虑:一旦 C 公司在海外 IPO 成功募集资金之后,如果 A 公司单方面不履行结构性合同,那么将对 C 公司股票造成毁灭性打击。为了解除投资者的疑虑,在上述模式中,B 公司通常会要求 A 公司实际控制人将所持有的 A 公司股份抵押给独立第三方(可能是作为 B 公司国内代理人的内资信托公司),作为 A 公司履行结构性合同的担保。一旦 A 公司拒绝履行合同,B 公司可以行使抵押权,通过内资身份的第三方间接获得 A 公司的控股权。

三、如何规避政府对个人控股海外壳公司的管制——境外期权模式

上述"盛大模式"获得成功的一个关键前提是,内资公司 A 和境外壳公司 C 实质上都为同一主体实际控制。在大量国家限制类或禁止类行业中的企业纷纷实现海外上市之后,中国政府出台了新的应对措施,即要求这些行业中企业的实际控制人到海外创建壳公司之前,必须获得商务部的审批通过。这就大大拖延了企业海外上市的进程。

然而企业在私募股权基金的协助下,迅速开发出新的海外上市融资架构,我们称之为"境外期权模式"。

案例 3:境外期权模式。

境内 ISP 运营商 A 公司是一个纯内资企业,试图通过"盛大模式"实现海外私募和上市。然而,按照政府相关规定,公司实际控制人王先生要到海外创建壳公司,必须获得商务部的审批,耗时费力。于是,A 公司在境外私募股权基金的协助下,设计了一套新的上市模式,该模式分为三个步骤。

第一步:由境外私募股权基金在离岸中心设立 BVI 公司 D,其中基金持股 90%,A 公司实际控制人王先生持股 10%。D 公司在离岸中心设立一家全资子公司 C,C 公司即为未来海外上市的平台。再由 C 公司在中国境内设立一家 WOFE 公司 B,由 B 公司和内资企业 A 公司之间签署结构性协议,B 公司向 A 公司提供管理咨询服务,而 A 公司定期将 90% 的收入和利润输送给 B 公司。最为重要的是,在 D 公司的公司章程之外,基金和王先生之间另外签署了一份期权协议,协议约定,一旦 B 公司在未来某一时期内的利润水平超过目标值(目标值通常设定得非常低),那么基金将把自己所持有的 D 公司 80% 的股份无条件转让给王先生。第一步完成后的公司架构如图 82-3 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

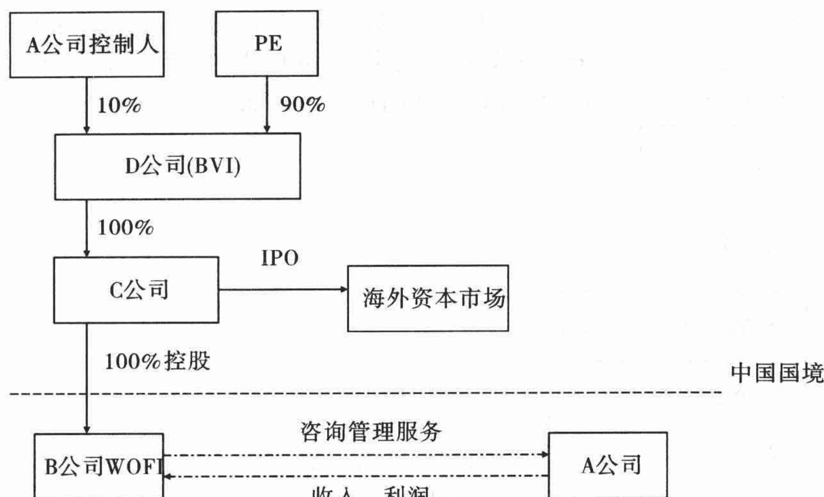


图 82－3　境外期权模式(行权前)

第二步:在约定的期间内,B 公司利润水平超过目标值,那么王先生要求履行期权协议,则基金将所持有的 D 公司的 80% 股份无偿转让给王先生。行权后 D 公司的股权结构转变为:王先生持股 90%,基金持股 10%。第二步完成后的公司架构如图 82－4 所示。

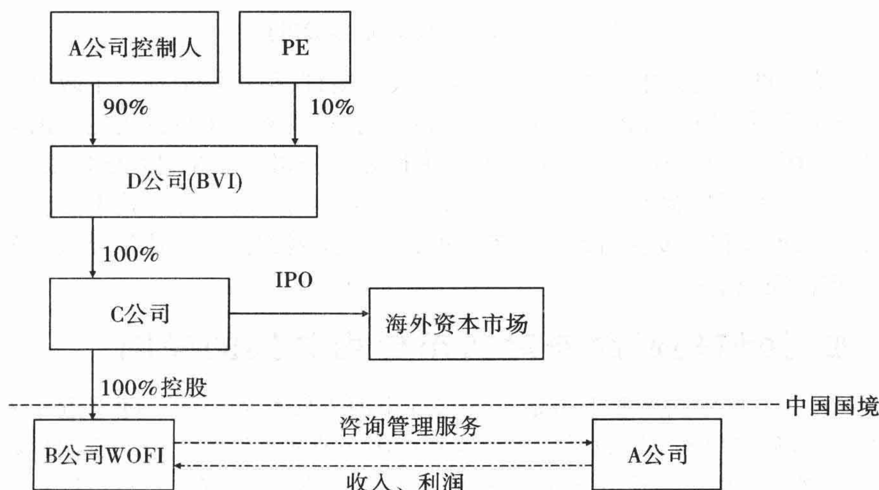


图 82－4　境外期权模式(行权后)

第三步:在 C 公司实施 IPO 之前,D 公司股东和 C 公司股东进行换股。基金用所持有的 D 公司 10% 的股份,交换 D 公司所持有的 C 公司 10% 的股份。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



换股结束后，王先生成为D公司的唯一股东，而C公司的股权结构为：D公司持股90%，基金持有10%。在行权和换股结束后，由C公司到海外资本市场上市。最终实现内资企业A公司在海外市场的间接上市。如图82－5所示。

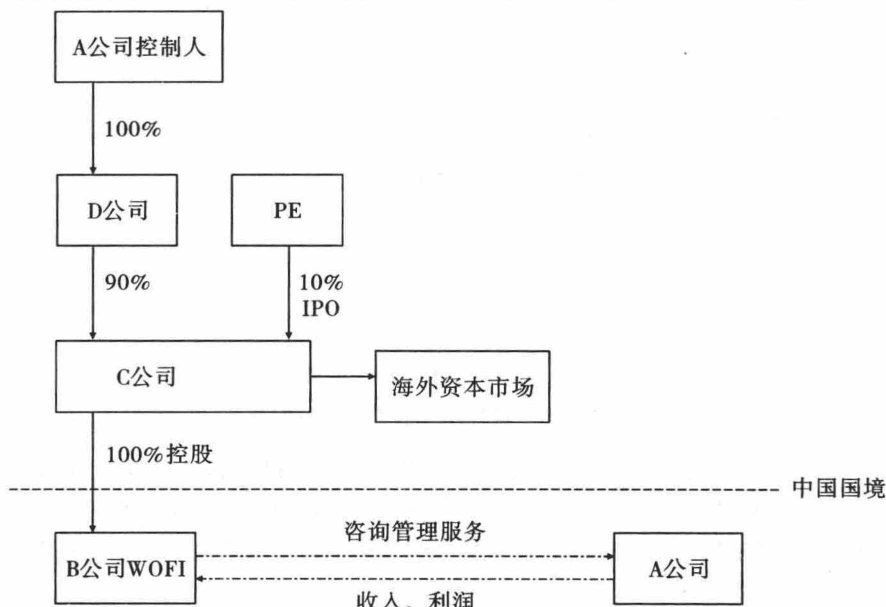


图82－5　境外期权模式(换股后)

从境外期权模式中可以看出，期权协议的签订，很巧妙地规避了政府对于内资企业控制人创建并控股海外壳公司，必须获得商务部审批的规定。因为在期权协议履行之前，境外壳公司D和C并非由A公司实际控制人创建或控股。由于A公司实际控制人仅仅持有D公司10%的股份，这一行为就不必获得商务部审批，而仅仅需要获得地方商务厅的批准。这就方便了企业领导人的公关工作，进而缩短了海外上市的进程。

四、如何规避政府对货币自由兑换的管制

现在我们把中国企业上市地点的选择由海外转移到国内。随着近年来中国A股市场的日趋繁荣，以及中国政府对中国企业实现红筹上市的管制日趋严格，越来越多的中国企业开始选择在国内A股市场上市。在这一背景下，境外私募股权基金也做出了相应调整，更多的私募股权基金开始投资于准备在A股市场上市的中国企业。

如前所述，由于在中国境内设立投资实体，对境外基金的要求较高，而且税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收负担较重，因此大多数境外私募股权基金尚未在中国境内设立外商独资投资公司。在这种情况下，境外私募股权基金要投资于境内上市企业，就面临着资金如何进出中国国境，以及外币资金如何与人民币资金相互转换的问题。从目前来看，境外私募股权基金主要通过两种手段来解决这一问题，即借道外资银行（地下钱庄）或以股东借款的形式进行投资。

案例4：借道外资银行。

境外私募股权基金试图投资于中国A股上市企业。该基金首先在中国境内成立了一家中外合资企业B，基金在B公司的持股比例低于25%，因此合资企业B原则上属于内资公司。基金将以B公司为平台投资于中国国内企业。然而B公司的资本金是有限的，必须依赖于境外资金的注入来开展投资。

假定内资企业A公司成为基金的目标企业，将由B公司与A公司签署投资协议。那么资金问题如何解决？基金决定借道外资银行。首先，基金在外资银行C的离岸账户上存入一笔美元，存款利率为3%；其次，由外资银行C的中国境内分行向B公司贷出金额相等的人民币贷款，贷款利率为7%，双方约定贷款可不断展期；第三，由B公司向A公司注资并获得股份；第四，一旦A公司成功上市，锁定期结束，B公司抛出股份获得回报后，B公司向C银行境内分行还本付息；第五，基金从C银行的离岸账户中提取存款，从而完成整个资金循环（图82－6）。

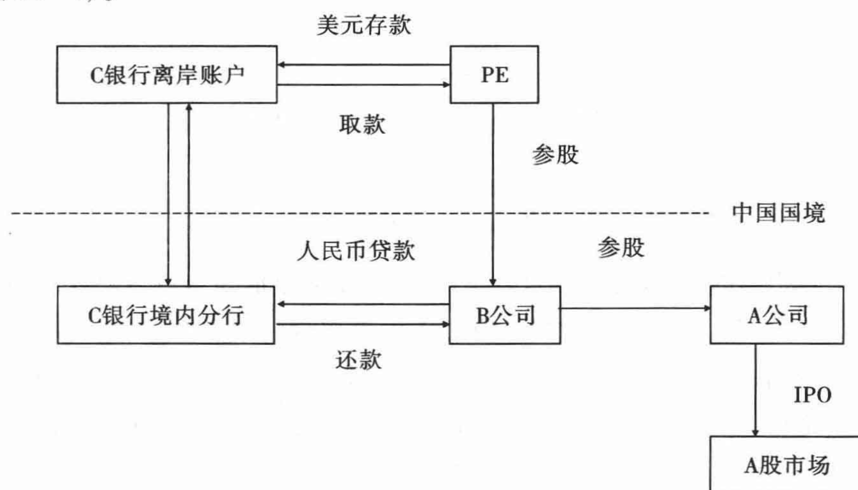


图82－6　借道外资银行

案例5：股东借款。

境外私募股权基金试图投资于中国A股上市企业。该基金首先在离岸中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心设立壳公司 C，再由 C 公司在中国境内成立了一家中外合资企业 B，C 公司在 B 公司的持股比例低于 25%，因此合资企业 B 原则上属于内资公司。基金将以 B 公司为平台投资于中国国内企业。然而 B 公司的资本金是有限的，必须依赖于境外资金的注入来开展投资。假定内资企业 A 公司成为基金的目标企业，将由 B 公司与 A 公司签署投资协议。

那么资金问题如何解决？基金决定采用股东借款的方式。由 C 公司向 B 公司提供借款，利率参照商业银行同期贷款利率。B 公司用借款向 A 公司注资。当 A 公司成功上市后，一旦锁定期结束，B 公司就可以出售 A 公司股份获得回报，并以此偿还股东贷款。按照中国相关法律法规，外资企业的股东借款在借款和还款时是可以结汇和购汇的，这就完成了整个资金循环。

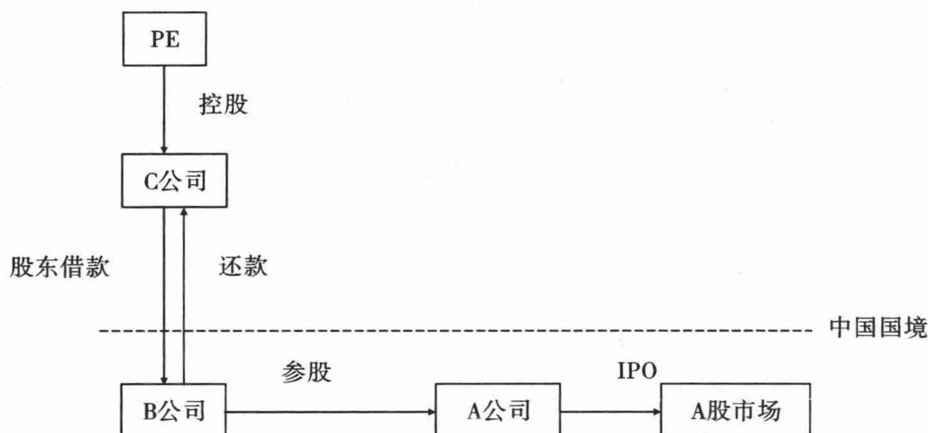


图 82－7　股东借款

值得指出的是，无论是借道外资银行，还是通过股东贷款，投资完成后都只能汇出投资本金。由于中国政府对人民币贷款利率和企业之间提供贷款利率的限制，导致境外私募股权基金无法通过支付高利息的方式汇出投资收益。借道地下钱庄的构架和借道外资银行基本类似，有所不同的是，通过地下钱庄，境外私募股权基金可以同时转出本金和投资收益。然而，鉴于地下钱庄的非法性质，利用地下钱庄，对于境外私募股权基金而言，意味着较高的风险，因此大多数基金还是选择将投资收益留在中国国内。更加上人民币的单向升值趋势，以及中国国内好项目层出不穷，境外基金也没有将投资收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇出的强烈动机。

不过令人忧虑的是，中国政府开放国内资本流出的努力，可能成为境外私募股权基金未来汇出投资收益的通道。例如，境外基金完全可以以中国居民的身份投资于 QDII 产品。而一旦港股直通车正式推出，更是为境外基金汇出投资收益大开方便之门。因为一旦这些投资收益通过港股直通车投资于香港股票，事实上就完成了整个退出过程。

五、如何规避政府对投资人外资身份的限制——信托代持股份

如果境外私募股权基金试图投资的中国内资企业所处行业是限制或禁止外资进入的，那么基金就很难通过其在中国国内的关联企业直接购买目标企业股份。在这种情况下，前述“盛大模式”也不适用。在这种情况下，基金通常会选择通过中国内资企业代持股份的形式来开展投资，其中最常用的模式是“信托代持股份”。

案例 6：信托代持股份。

我们在案例 4 的基础上继续讨论。假定基金通过借道外资银行的方式，为境内关联企业 B 公司注入了资金。但是由于 B 公司是中外合资企业，而目标企业 A 公司所在行业是禁止外商投资的。在这种情况下，基金会采用何种方法呢？

如图 82－8 所示，基金通常会采用利用内资公司代持股份的做法。首先，B 公司与中国内资信托公司 D 公司达成协议，由 B 公司用人民币资金购买 D 公司定向发放的信托受益凭证；其次，由信托公司 D 以自己的内资身份，购买目标企业 A 的股份；再次，A 公司成功上市且锁定期结束后，信托公司 D 按照 B 公司的指令，出售 A 公司的股份，用所得收入扣除相关费用后，赎回 B 公司持有的信托受益凭证。至此，基金的整个投资流程结束。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



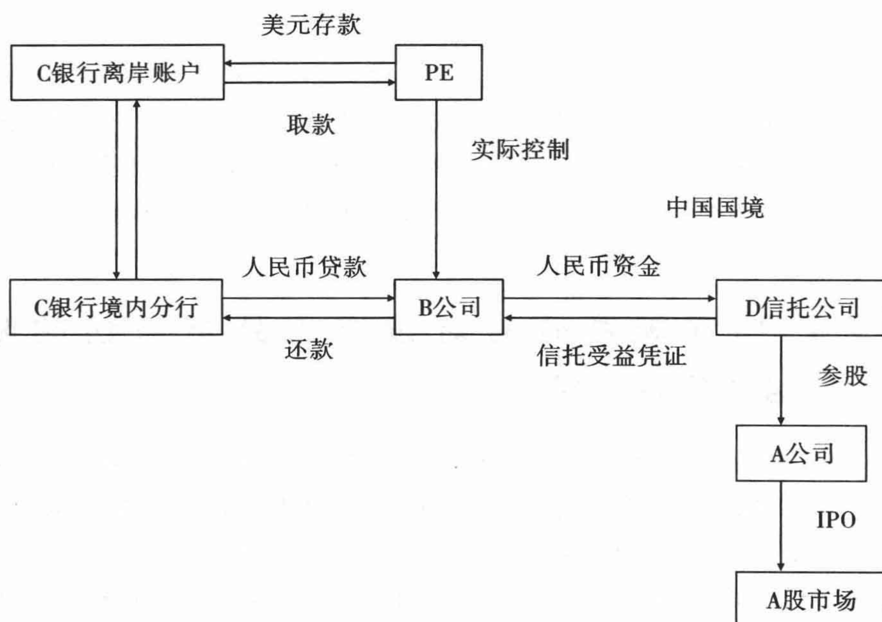


图 82-8 信托代持股份

六、如何规避政府对企业之间提供贷款的管制——股权回购

境外私募股权基金在投资于中国国内目标企业时，时常遇到以下情况：第一，目标企业具有很高的成长性，它们不愿意接受过多的股权投资，因为这意味着丧失更多的剩余索取权，因此它们往往要求基金在提供股权融资的同时提供配套的债权融资；第二，某些目标企业甚至不愿意接受任何股权投资，而是要求基金提供100%的贷款；第三，某些目标企业规模较小，在较长时间内不能达到上市规模，也很难获得银行信贷，但是企业成长性很强，愿意以很高的利率获得贷款。在上述情况中，虽然提供贷款的行为偏离了基金的投资方向，然而很高的贷款回报率也让基金欲罢不能。

另一方面，中国政府对非金融企业之间相互提供贷款的行为，存在非常严格的管制，尤其是对贷款利率的管制，要求企业之间的贷款利率不得超过同期银行人民币贷款利率特定的百分比。这就对境外私募股权基金对中国目标企业的高息贷款制造了障碍。而基金和企业对此的回应是，采用股权回购方式（假股权真债权）的方法来回避政府对企业间贷款的管制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例 7:假股权真债权。

内资企业 A 公司要求境外私募股权基金提供一笔价值 1,000 万美元,年利率 24%,期限两年的高息贷款,基金打算通过其中国境内投资平台 B 公司提供贷款。然而,企业之间提供利息如此之高的贷款,违反了中国政府的相关政策。因此,A 公司和 B 公司签订了一份股权投资协议,B 公司以 1,000 万美元投资 A 公司,获得 A 公司 10% 的股份。双方同时在协议中约定,两年之后,B 公司有权要求 A 公司回购全部股份,股份作价 1,480 万美元。通过签订股权投资和回购协议,双方就以假股权投资的方式,规避了中国政府对企业间借贷的限制性规定(图 82-9)。

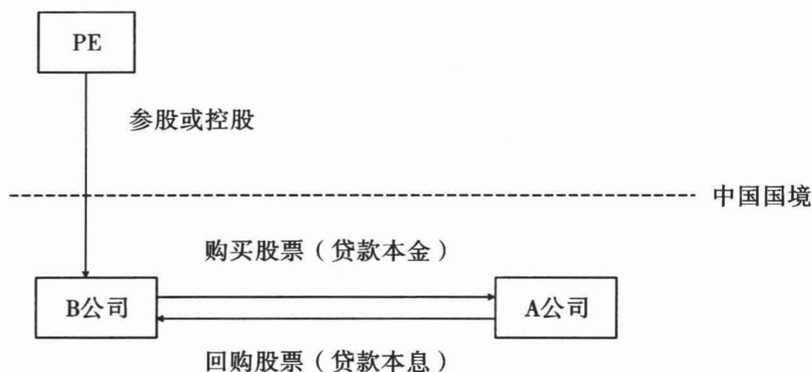


图 82-9　股权回购——假股权真债权

七、如何规避政府对外资投资公司的高标准要求——收购控股内资投资公司的境内壳公司

如前所述,中国政府对境外私募股权基金在中国境内设立外商独资投资公司的经营实体,施加了比较严格的限制,例如,要求提交申请前一年外国投资者的资产总额不低于 4 亿美元,投资公司的注册资本不低于 3,000 万美元等。这对中小私募股权基金施加了较高的进入壁垒。另一方面,虽然境外私募股权基金可以不要境内投资实体,通过借道外资银行、地下钱庄、股东借款、第三方代持股份的方式,投资于中国目标企业,然而以上方式均是需要支付成本的,有些时候成本还相当高昂。因此,境外中小私募股权基金就产生了既想在中国国内设立投资实体,又适当规避中国政府相关规定的需求。资本逐利的动机是无穷的,它们找到了一个方法,即收购控股内资投资公司的境内壳公司。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例 8:收购控股内资投资公司的境内壳公司。

境外私人股权基金试图持有一家内资身份的投资公司。该基金委托中国境内的一家专门从事企业注册的机构,垫资设立了两家公司 A 与 B,其中 A 公司是一家内资投资公司(根据中国政府的要求,最低资本金限额为 1,000 万人民币),B 公司是 A 公司的控股公司。等 A 公司和 B 公司的所有手续办完之后,再由境外基金收购 B 公司。B 公司相应地必须完成企业性质的变更,即由内资企业变更为外资企业。而由于中国相关法律目前存在模糊之处,虽然母公司的性质发生变更,但是并没有强制性规定要求子公司 A 同时完成性质变更。在这种情况下,基金就成功地钻了法律的空子,通过收购母公司的方法控制了一家内资投资公司。

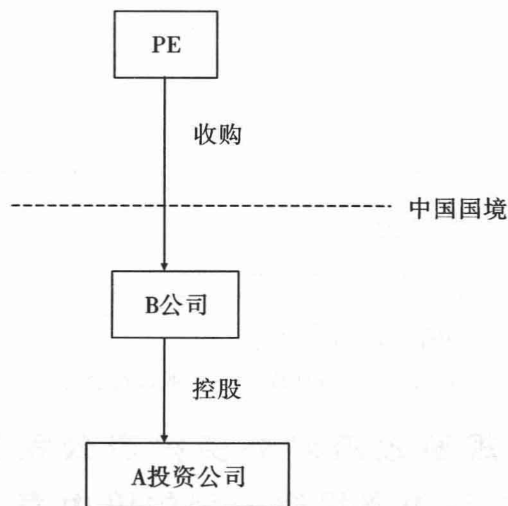


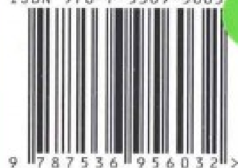
图 82-10 收购境内投资公司

(注:本章内容引用自:张明,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



SIMU JIJIN JINGDIAN ANLI DAQUAN


ISBN 978-7-5369-5603
9 787536 956032 >

定价：186.00元
（上、下册）